全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·投资攻略 分享最真实的投资经验·

投资思维

TOUZI SIWEI

林秋平◎著

中国国际广播出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·投资攻略 分享最真实的投资经验·

投资思维

TOUZI SIWEI

林秋平◎著

中国国际广播出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资思维 / 林秋平著 . -- 北京 : 中国国际广播出版社 , 2017.6
ISBN 978-7-5078-3974-6

Ⅰ . ①投… Ⅱ . ①林… Ⅲ . ①投资分析 Ⅳ . ① F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 107346 号

投资思维

出 品 人　　宇　清
著　　者　　林秋平
责任编辑　　筴学婧
装帧设计　　陈丽维
责任校对　　董满强

出版发行　　中国国际广播出版社［010-83139469 010-83139489（传真）］
社　　址　　北京市西城区天宁寺前街 2 号北院 A 座一层
　　　　　　邮编：100055
网　　址　　www.chirp.com.cn
经　　销　　新华书店
印　　刷　　北京市金星印务有限公司

开　　本　　720 × 1020　1/16
字　　数　　553 千字
印　　张　　28.25
版　　次　　2017 年 6 月 北京第 1 版
印　　次　　2017 年 6 月 第 1 次印刷
定　　价　　69.00 元

CRI 中国国际广播出版社　欢迎关注本社新浪官方微博　官方网站 www.chirp.cn

版权所有
盗版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自　序

2012 年伊始我开始进行股票投资，一开始和大多数投资者一样学习的是各类技术分析方法。记得当时是在贵州民族大学上二年级，我遍读学校图书馆的股票技术分析类书籍，一开始感觉如获至宝，可是后来我发现当我按照书上所说的方法买股票时很多时候都是失败的；书上说的理论看起来很有道理，但实际上和现实往往存在很大差距。思其理，我发现很多技术分析都是以价格现象作为基础，然后搭建起来的一些理论，这些理论看起来很漂亮很诱人，但实际上很多是脱离实际的，就像海市蜃楼一样；因为支持这些理论背后的逻辑很多并不严谨，而且这些理论的推论和现实股价波动现象很多时候是不一致的。例如画趋势线，表面上看是股价按照趋势线运行，但实际上并不是趋势线决定了股价的波动；相反，是股价的波动决定了趋势线的画法。股价波动是“因”，画出来的趋势线是“果”，但是当人们拿趋势线去预测股价的时候实际上就把因果关系搞颠倒了，很多人只是看到了表面现象，而忽视了背后的决定因素，那么按照这种思路去做投资很多时候都是失败的。最后我决定抛开这些表象因素，从股价最基本的道理出发来探究股价波动的原理。究其理，股价本质上就是公司资产的价格，因此股价应该合理反映公司每股净资产的价值。说到这里，很多人会疑惑，因为这与我们看到的现实现象不符，投资者经常会发现股价与每股净资产存在很大偏差，股价与每股净资产并不相等。我认为这其中的原因是每股净资产不等同于普通商品，上市公司资产是生息资产，每股净资产是会变的；随着公司的经营，好公司的资产会增加，差公司的资产会下降。如果投资者预期每股净资产会增加，那么为当下每股净资产赋予高于每股净资产的价格就是理性的，如果投资者预期公司每股净资产会减少或者增加得很慢，那么股价低于每股净资产也是合理的。因此股价包括了两部分，一个是公司每股净资产的价值，第二个是影响每股净资产变动因素的价值，而这种因素可以是盈利能力，可以是公司的某种技术或者是其他什么东西，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而我认为最为重要的是公司盈利能力。我试着从这种最基本的原理出发，围绕每股净资产和影响每股净资产变动因素来寻找一种合理的投资方式。我认为，优质投资标的无非就是要满足三个条件，一是公司的股价足够低，二是公司的质量足够好，三是公司有长期维持优质的潜力。投资者买入满足这三个条件的股票之后，接下来就是让价值规律起作用，这在市场上又被称为价值投资。价值投资是一种顺应价值规律的交易行为，而不是其他什么东西。在不完全分红的情况下，好公司随着时间的推移每股净资产会逐步提高，股价也会逐步上升，长期来看必然是这样；如果不是这样，那么当每股净资产增长到一定的时候，投资者只需要要求公司破产清算，然后出售资产就能获得很多收益。

由于影响股票价格波动的因素非常多，所以学习投资方法是一个去繁就简的过程，抛弃股价波动的表象因素和不重要因素，抓住决定股价的根本因素和最重要的那几个因素，才可能取得投资的成功。由于股价指的是每股净资产的价格，所以我认为所有的分析应该围绕净资产这个核心的因素来进行。我希望把我这些年的心得写下来与诸位读者分享。从开始写作到成书大概历时 5 年，其间经历 6 次修删。孟德斯鸠的《万法精理》25 年写成，斯密的《国富论》10 年写成，曹雪芹的《红楼梦》10 年写成，克劳塞维茨的《战争论》耗时 12 载。但凡巨作，无不耗尽毕生心血。而我写此书用时仅为短短 5 年左右，因此书中免不了会多有失当之处，敬请各位读者指正。

2017 年 2 月 19 日于深圳财富大厦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 CONTENTS

第一章 投资文化

第 1 节 投机思维 / 001
第 2 节 投资思维 / 003

第二章 公众公司

第 1 节 古代商业 / 010
第 2 节 古代为何没有股份公司 / 012
第 3 节 公众公司的产生 / 015
第 4 节 断层 / 021
第 5 节 现状 / 024

第三章 股票市场

第 1 节 股票市场的功能 / 026
第 2 节 经济晴雨表 / 029
第 3 节 监管者 / 033

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 投资行为

第 1 节 投资方法 / 037
第 2 节 投资分析理论 / 038
第 3 节 投资理论本源 / 042
第 4 节 价值投资的适用性 / 045
第 5 节 价值投资方法 / 047

第五章 价格现象

第 1 节 交易行为 / 056
第 2 节 投机者 / 057
第 3 节 技术分析的缺陷 / 059
第 4 节 均线分析 / 061
第 5 节 趋势线 / 063
第 6 节 波浪理论 / 065
第 7 节 指标分析 / 066
第 8 节 心理预期现象 / 068
第 9 节 市场信息 / 071
第 10 节 熔断 / 077
第 11 节 交易制度 / 078
第 12 节 退市 / 080
第 13 节 收益期望 / 085
第 14 节 资金溢出 / 087

第六章 影响股价波动的因素

第 1 节 业绩拉动上涨 / 094
第 2 节 经济波动的影响 / 098
第 3 节 作用力 / 100
第 4 节 股价认识误区 / 103
第 5 节 公司规模 / 105
第 6 节 公司名字 / 107

第七章 股票投资

第 1 节 股票价值 / 109

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 节　避开萧条环境下的企业 / 116
第 3 节　大公司投资法 / 117
第 4 节　公司规模与投资价值 / 122
第 5 节　投资三条件 / 129
第 6 节　公司壁垒 / 130
第 7 节　成长条件 / 135
第 8 节　成长空间 / 138
第 9 节　购买熟悉的公司股票 / 143
第 10 节　管理层 / 147
第 11 节　便宜股 / 149
第 12 节　频繁交易 / 154
第 13 节　杠杆 / 156
第 14 节　资金配置 / 159
第 15 节　机构与个人 / 164
第 16 节　指数基金 / 169
第 17 节　可转债 / 173

第八章　投资回报

第 1 节　投资回报水平 / 176
第 2 节　好公司 / 180
第 3 节　资金流动 / 181
第 4 节　衡量投资回报 / 182
第 5 节　市场利率 / 188
第 6 节　企业利润水平分布 / 191
第 7 节　社会一般投资回报水平的变化 / 194
第 8 节　经济的增长 / 196
第 9 节　后危机时代 / 203
第 10 节　要素匹配 / 204
第 11 节　股东投资收益率 / 211
第 12 节　股票价值 / 222

第九章　价值分析

第 1 节　市值与公司资产 / 228
第 2 节　成长性与安全性 / 230

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 节 黑匣子 / 240
第 4 节 行业利润特性 / 244
第 5 节 衡量银行获利能力 / 246
第 6 节 毛利率和净利率 / 248
第 7 节 多元化 / 251
第 8 节 营业收入 / 255
第 9 节 市销率 / 257
第 10 节 分红 / 268
第 11 节 成长 / 278
第 12 节 利率陷阱 / 290
第 13 节 市净率 / 292

第十章 财报分析

第 1 节 数据分析 / 298
第 2 节 公司财务分析 / 300
第 3 节 资产负债表分析 / 309
第 4 节 债务分析 / 354
第 5 节 清算价值 / 369
第 6 节 利润表分析 / 372
第 7 节 未分配利润 / 398
第 8 节 现金流量表分析 / 401
第 9 节 公司经营发展能力 / 413
第 10 节 每股指标 / 417
第 11 节 最好的回报 / 422

第十一章 固定收益类资产投资

第 1 节 固定收益类资产投资的安全性 / 425
第 2 节 固定收益资产类别 / 426
第 3 节 债券投资的收益率 / 434

第十二章 国际投资

温带投资 / 439

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　投资文化

第1节　投机思维

相比于世界其他发达资本主义国家来说，中国股市投资环境的形成是比较晚的，而且中间出现过断层，至今尚未形成成熟的投资文化。从1872年洋务运动开始，大清王朝就已经出现了股票市场，但股票市场并不完善。帝制被推翻之后到新中国成立之前，中国政治长期处于动荡环境当中，所以也不可能形成完善和稳定的投资环境。从1949年到1978年，中国实行计划经济，中国股票市场投资出现断层。直到改革开放后，1990年开始中国才算是建立了现代意义的股票交易所。

股票交易所建立后，对于老一辈的人来说，一方面受旧经济体系的影响，股票投资普遍一时还比较难接受。另一方面在当时股票投资属于新事物，而大部分人普遍缺乏投资股票的知识，因此也就不可能去做股票投资。按照中国国家统计局数据，1995年从幼儿园到大学各级学校在校生人数占总人口比率不足20%，其中高中与大学在校人数不足总人口的2.1%，因此很多人对富有智力活动的金融投资是缺乏了解的。另外做投资是需要资金的，改革开放之后，人们刚从计划经济中走出来，很多人才解决了温饱问题，很少有多余的资金进行金融投资，因此也就缺乏投资的基础。1995年城镇居民人均月收入仅为357元，而同年股票成交金额仅为4036.45亿元，1995年一年的交易量很多时候不足2016年一天的成交量。因此在股票市场建立之初是很少人参与股票投资的，另外，对老一辈人来说，金融投资往往被视为“投机倒把”。直到今天，很多人依然认为投资股票的人是不务正业的。

进入到21世纪，对新一代年轻人来说，金融投资不再是那么难以接受，但这种“不务正业”的投机炒作心理依然挥之不去，因为中国的股票历史本来就充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满投机，因此对于很多勤勤恳恳的读书人来说依然认为股票投资是不务正业。事实上在很多国家，股票市场都是伴随投机而生的，英国有南海公司的泡沫史，法国有密西西比公司的炒作史，荷兰有郁金香的疯狂史，美国股市在 1929 年之前也有一段疯狂的投机史。投资文化需要在对风险有深刻认识之后才能形成，而这是需要时间的，远远不是 20 多年的中国股票史所能完成的。在过去的 20 多年，中国股票市场存在很多投机、操纵和炒作，所以在很多读书人眼里买股票的人是不务实的人。对于中国很多人来说，财富来源于辛勤劳作，任何想不劳而获的行为都被认为是不务正业的。

正如笛卡尔所言："人们所犯错误的主要原因，都源于童年时期偶然养成的偏见。"股票市场是投资与投机的集合体，很多人看到的是股票市场负面的一些因素。实际上股市不是不劳而获的市场，投资者通过股市把资金投向实体企业，并参与企业经营的利润分配，这并不是投机倒把和不务正业。股价短期来看是做布朗运动，看起来虚无缥缈，但长期来看股价必然是围绕价值做上下波动，这是价值规律在股票市场体现出来的结果。因此股价波动本身还是有其规律的，"价值规律"就是规律。

中国资本市场经过 20 多年的发展，除了股票之外还有很多金融产品被设计出来，未来人们对金融产品的选择空间会越来越大。在刚改革开放的时候，人们普遍没有多少剩余资金，对于很多人来说就算有投资之心，也没有投资之力。可是经过 30 多年的经济高速增长之后，人们的剩余和积累越来越多。为了给资金寻找出路，无论是主动还是被动都会对投资有所了解，并且参与各种各样的投资。1995 年中国人均国内生产总值为 5074 元，2015 年中国人均国内生产总值为 46612 元，人均国内生产总值增长超过 9 倍。随着经济的快速增长，人们的收入也快速增加，所以对投资的需求越来越大。股市发展到今天，一天四个小时的交易成交额有时可以超过万亿元，这在过去是不可想象的。随着参与股市的人越来越多，2011 年中国大陆股票有效账户数就超过 1.4 亿户，人们对股市的看法也正在发生改变。

对于新一代的年轻人来说，他们是非常容易接受新知识和新理念的，因为越是年轻就越容易接受新东西。尽管不再认为股市投资是不务正业，但是投机思维依然充斥着每一个年轻人的头脑。根据以往的经验，股市本来就是一个高度投机的市场，金融高手在里面见仁见智，相互博弈。对新入市的年轻人来说，股市是一个具有无限想象空间的市场，而且认为这是一群精英群体所玩的金融游戏，所以购买股票的人普遍存在一种天生的精英感，感觉很荣幸能够参与这种精英游戏。

新入市的股民普遍担心自己智力匮乏，所以经常求助于证券分析师，因为只有专家的帮助才能弥补自己知识和智力的不足。而对于证券分析师来说，为了让自己的地位和收入得到保障，首先需要多谈专业术语，多创造出一些晦涩难懂的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易思路，因为只有这样才能让股民相信自己是专家。另外没耐心是股民的特性，所以分析师必须频繁地建议股民买卖。想进股市赚钱的股民很多是希望一夜暴富的人，如果不能立竿见影，那么他们宁愿老老实实地去工作。所以市场上很多所谓的投资专家会抓住股民这样的心理，传授给股民很多“点石成金”的交易方法。而对于股民来说，当这些短线投机思维接受多了之后自然也会成为短线投机者，因为市场本来就是这样。况且股民最终想要的就是成为专家，那么这些专家的言行就成了新进股民的标杆。无形当中，这种投机思维就一批一批地往下传。由于快速赚钱的方法对应的是快速交易的策略，而适用于快速交易的分析思路就是技术分析，于是技术分析盛行于中国。

可是长久以来，大家发现这种快速赚钱的方法并不见得有效，反而大部分炒股票的人都是亏损的，原因是世界根本有没有点石成金术，即使有，付出的代价也会很大。当人们渐渐发现专家们说的也并不一定对时，于是才需要寻找新的交易思路，这样投资思维才慢慢被接受。事实上并非投资专家存心欺骗股民，而是因为连他们自己也不知道自己说得对还是不对，或者自己相信的东西本身就有问题。

投机之所以没能成功，一些人认为是自己的手段不够高明，从而陷入一种寻找更高明交易手段的死循环。尽管很多炒股的人都是亏损的，但这种投机思维将会长期存在，根本一点是大部分人总想快速致富。只有当投机风险所带来的伤害大到一定程度，风险意识的提高才会提升投资思想的地位。

第 2 节　投资思维

近些年来，由于股票投机导致很多人亏损，很多人开始接受价值投资的思维。让好公司股票有一个好的价格，让差公司退市，这样资本才会流向优质的公司，投资者才能购买到优质公司的股票。人是理性的，如果一个良好的投资市场是利国利民的，那么股票市场从投机市场向投资市场转变是必然趋势。就当下股民来说，首先需要转变股票交易的思维模式，股民首先要从重价格现象转变为重资产，这样才能让股价合理地反映公司资产价值，这种投资思维模式普遍化就是投资文化。从投机市场转向投资市场会伴随投资文化的形成而稳步推进，只有在良好投资文化的指导下，大家才会去做投资；只有投资文化深入骨髓，股民才会主动去投资，而不是投机。

股票市场本身是一个资金融通的市场，股民投资的好坏本质上决定于上市公司质量的好坏。股市不是一群精英群体的金融游戏，要想在股市投资取得成功也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不需要高明的手段，投资者只需要遵循价值规律，那么都可以取得投资的成功。股市是一个投入资本获取股息的市场，是一个参与社会剩余价值分配的工具。在股票投资中，很多人由于担心自己不比别人聪明，所以担心自己在股票市场上不具有优势，但事实上高明的投资手段并不是成功投资的必要条件。股票投资本质上非常简单，投资者只要抓住股价的基本原理，以合理的价格或者很低的价格买入优质公司的股票，接下来让时间起作用就可以了。

股价本身有其运行的规律，这个规律就是价值规律，价值规律是人类理性选择所体现出来的现象，而理性选择是稳定的。股票之所以有价格是因为有公司的资产作为支撑，股价指的是公司资产的价格，而公司资产确切来说指的是公司的净资产，因此股价本质上是公司每股净资产的价格，长期来看股价是会围绕公司每股净资产波动的。但在 A 股市场，一般情况下我们看到的股价波动并不是围绕公司的每股净资产价值做上下波动，一般都是在每股净资产价值的上面波动；原因是投资者在投资的过程中还考虑了未来，随着公司的经营，好公司的每股净资产会提升，差公司的每股净资产会因为公司的亏损而下降。如果投资者预期公司未来的每股净资产会上升，那么现在购买公司资产的时候付出的股价高一些也是合理的。因此我们经常看到股价在净资产之上，原因是公司资产是一种生息资产，这种资产经过公司的经营会为投资者创造利润，那么投资者付出高于其价值的价格也是合理的，高出每股净资产价值的部分就是用于购买这种资产创造利润的能力。如果公司资产创造利润的能力强，那么投资者付出的价格就会高一些，于是看起来公司的市净率会高一些；如果公司资产创造利润的能力差，那么投资愿意为公司资产付出的价格就会低一些，直接体现就是公司股票的市净率比较低，有时候甚至破净，破净是投资者认为公司的经营在未来会导致净资产下降。因此投资者购买公司股票的时候首先看公司的每股净资产是多少，如果公司每股净资产高，那么愿意付出的价格就会高一些，如果公司的每股净资产低，那么愿意付出的价格就会低一些。例如 2016 年 12 月 9 日贵州茅台的每股净资产为 54.64 元，而公司的股价为 337.64 元；海润光伏这家公司的每股净资产为 1.06 元，而公司的股价为 2.39 元。除此之外就看公司的盈利能力，如果公司的盈利能力高一些，那么愿意付出的价格就高一些；如果公司的盈利能力差一些，那么投资者愿意付出的价格就低一些。例如 2016 年 12 月 9 日的贵州茅台，投资者先花 54.64 元购买公司的每股净资产，然后再花 283 元购买公司每股净资产创造利润的“能力”，而投资者只愿意花 1.33 元购买海润光伏每股净资产创造利润的“能力”。通常我们也会发现公司每股净资产越高，那么每股净资产创造利润的能力也越大。例如在 2015 年贵州茅台的每股收益高达 12.34 元，而海润光伏的每股收益仅为 0.02 元。但这也不是绝对的，因为还与公司质量有关。如果公司的质量好，那么伴随公司的经营，会不断地推高公司的每股净资产，而公司每股净资产的上升必然会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳步推高公司的股价，整体来看公司的股票价格与公司的每股净资产是呈现正相关的。2016 年 8 月 27 日，通过计算 A 股风格板块里估值比较理性的大盘股，发现股价与公司每股净资产的相关系数高达 0.712。因此投资者以合理的价格或者低价买入优质公司股票之后，那么接下来股价上涨就只是时间的问题。

我曾遇到一位股民，他的股票做得非常好，每隔一两年就实现翻倍收益。2015 年 3 月在与我交谈时他表示很失望，由于家里需要用钱所以卖出了收益不足 100% 的股票。这位股民投资的业绩不亚于著名的基金经理，但他不可能成为著名的基金经理，因为他缺乏金融知识。首先他看不懂财务数据，甚至看不懂 K 线，更不懂什么投资理论。他告诉我他的选股方法是打开价格排行榜，然后选择价格最低而且公司并没有太多亏损的股票买入。这位股民不懂财务知识，那么他是怎么看财务报表的呢？首先他先打开财务数据，尽管不理解其中的信息，但在股价低的基础上只要财务报表上不会出现很多“-”号就可以买入。只要“-”号不多，证明公司并没有长期亏损。当我问他：“万一买的股票跌了怎么办？”他的回答是：“跌了也是价格最低的股票啊，怕什么！”我再问他：“那你通常什么时候卖股票？”他又回答：“股价上涨 2 到 3 倍就可以卖了。”实际上这位股民投资的方法表面上看起来很笨，但实际上很高明。这位投资者的做法有两个好处：首先在 A 股市场他避开了那种价格虚高和泡沫很大的股票，所以大部分情况下他是以合理的价格或者低价购买股票。其次是他买的股票尽管可能不是那种业绩很好的股票，但他避开了那种长期亏损的股票，尽管不是最优选择，但很多时候也是次优选择。因此投资实际上是不需要聪明的头脑的，投资者只需要遵循那些简单的大道理，不违背常识，很多时候是可以战胜那些自诩高明的人的。管子说：“吾语若大明之极，大明之明，非爱人不予也。”意思是“道”就像日月最明亮的时候一样没有隐藏，只是人们不愿意去索取而已。投资也一样，投资实际上是不需要复杂知识的，投资的道理每个人都可以把握，只不过是愿不愿意去把握的问题。在生活中每个人都能明显地感受到哪些公司的产品受欢迎，哪些公司是优质公司。例如我们可以感受到格力空调很好用，感受到大家都在说茅台酒好。投资者只需要以合理的价格购买这些公司的股票即可，而合理价格指的是偏离每股净资产不远的价格。买入优质股票之后持有的时间可能会很长，所以投资者最难能可贵的品质是耐心，而不是技巧。

人们总是喜欢往复杂的方向思考，因为这样才能显出自己更高明，并认为这是取得投资成功的必要智力条件。但往往越复杂的思维模式偏离实际越远，而偏离实际越远就越不适用，因为投资本来就是简单的事。有人通过观察太阳黑子的变化来预测股价走势，因为太阳黑子的爆发会影响地球的气候，而地球的气候变化会影响到农业，农业受到影响会动摇其他产业，从而引发经济周期。当经济发生波动时必然引发股价波动，因此产生了太阳黑子投资理论。首先这个理论模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很复杂，其次太阳黑子的爆发与股价走势尽管有着微弱的联系，但这种复杂微弱的联系大大减弱了理论的实用性。因为股市的波动是由很多因素造成的，尽管与太阳黑子的爆发存在联系，但是股价波动除了受到太阳黑子爆发的影响更多还会受到其他因素的影响，而且股价波动受到太阳黑子变化的影响是微弱的，因此太阳黑子投资理论实用性是非常差的。类似太阳黑子理论这样的很多复杂的投资方法看起来很专业，但并不见得实用。人们通常都是按照简单实用的大道理行事，因为大部分人都是普通人。能够抓住简单实用大道理的人往往也就抓住了人们行事的关键，而这才是成功投资的关键因素。如果说复杂的交易思路是取得成功的关键，那么有钱人就应该是数学家和软件工程师，但实际上智力一般的人很多还是能够取得投资的成功的。例如巴菲特采用的也是简单实用的投资方法，并且取得了非常成功的效果。而大物理学家牛顿在股市的投资上其实是失败的。1720 年 5 月，牛顿买入南海公司的股票，在早期的上涨阶段获利 5000 英镑，后来牛顿重新买入南海公司的股票，最后亏损 20000 英镑。牛顿感叹说，“我能算准天体的运动，却无法预测人类的疯狂”。因此并不是聪明的人投资就有绝对优势，智力能够增加投资者的优势，但这并不是绝对的，实际上耐心和理性才是非常重要的因素。无论是聪明人还是智力一般的人，正确的投资方式都是体现在对股票价值的把握上，而对股票投资价值的把握通常又不需要过于复杂的知识，因此对于聪明人和普通人来说，对正确投资思路的把握都是相同的。正所谓“一念悟，则众生是佛；一念迷，则佛是众生。”取得成功的投资最重要的是在投资道理的感悟上，而不是投资手段的学习上。现实生活中正是人们把投资看得过于复杂，所以导致交易理念偏离本质很远，同时也变得很不适用，错误也很多。

投资者选择投资方法时要注重逻辑和实证检验，投资方法本质上是对价格波动规律把握的一种手段，与复杂程度无关。并不是说投资方法越复杂就越能增加投资的胜算，如果复杂的方法和简单的方法都能把握住投资的本源，那么复杂方法和简单方法其实都是一样的。如果说投资方法不能把握投资的本源，那么再复杂的方法也只会带来误导。例如说把水变成油，科学家通过一系列的数学计算，加上复杂的化学反应公式，再加上出自科学家之口就会让人们相信这是真的。但只要懂得常识的人就知道这是不能实现的，从而无须去关注复杂的推理过程。事实上，无论过程如何复杂，无论手段如何高明，只要原理上是错的，那么就不应该去相信这样的理论。现在很多复杂的交易手段希望通过复杂的数学公式保证能够实现低买高卖，但实际上数学公式本身是并不创造财富的。就算真的存在这样的交易模式，那么大多数人同时使用也会让这个模式失效，因为财富不会凭空产生，而是勤勤恳恳的劳动人民创造的。

现在很多交易分析模式还是局限在价格现象上，大家分析的方向很多还是去寻找短期价格波动的规律，从而预测未来的价格走势。但从本质上讲，未来本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身是不可测的。价格是价值的货币表现形式，价格是现象，真正决定价格的是价值。如果只着眼于短期价格变动而忽视标的资产的价值，那么这本身就是不对的。如果分析思维的根本是不对的，那么无论过程运用了如何复杂的分析手段，结论通常也是不对的。以一种错误的思维来指引投资，那么结果通常都会失败。例如 2015 年暴风科技上市价格为 9.43 元，公司的每股净资产为 2.37 元，发行之后股价一路上涨到 327 元。按照技术分析的观点，这样持续强势上涨的股票应该买入。但是从股票的本质上来说，该公司的每股价格本来就不值这么多钱，2.37 元的资产怎么能够卖到 327 元呢？当价格是净资产 138 倍的时候，凡是说能够买入的分析方法我想都是不对的。后来该股跌到 70 元每股，如果从公司价值来考虑，70 元每股还是存在很大泡沫的。

技术分析方法很多都是基于价格和成交量来进行的，但这些只是在去把握股票交易的现象，并非本质。大部分技术分析指标都是价格和成交量的函数，只不过是价格现象的外在表现。因此投资者应该抓住股票价格波动的本质，而不是在表面现象上下功夫。由于价格是价值的货币表现形式，因此无论价格怎么波动，始终会回到价值附近。因此价值规律才是主导股价波动的基本规律，而价值规律是人们理性选择的结果，因此具有很高的稳定性和普适性。投资者只要把握住价值规律，在股价低的时候买，在高的时候卖，那么基本是不会出太大问题的。正如王阳明所言“道之大端，易于明白”，事实上真正的大道理是那些非常简单和实用的道理，简单、实用才能贴近生活，越是贴近生活的投资理论才能让投资取得成功，因为大家都是按照这种简单的大道理来做事的。投资本质上就是一种在低价买入股票并且在高价卖出股票的过程，这才符合价格波动的规律。投资者只需要遵循价值规律通常都能取得好的投资结果，采取正确的投资思路之后，接下来投资者要做的就是让价值规律起作用。现在很多股民缺乏的就是坚守价值规律的耐心，要的是立竿见影的投资效果，于是苦心地寻找短期交易的法则，最终陷入投机陷阱。正如《淮南子》里说：“不知原心反本，直雕琢其性，矫拂其情，以与世交。”意思是说人们趋附那些舍本逐末的学说，不懂得返璞归真，只是刻意雕琢、掩饰违逆人的本性，以此来和世俗交往。那些基于价格现象建立的学说普遍就是一种舍本逐末的行为，而投资的“本”指的就是价值规律。

要把握投资的道理，对于一个股民来说首先要弄明白股票是什么，这远比去学习高明的交易手段重要得多，只有知道根本，才会有上层的分析。这就像建房子，如果地基打得不稳，那么房子建得再漂亮也不敢住；如果地基很坚实，那么房子建得丑一点也没有关系。投资者只要明白股票的基本是什么，只要每一次交易都符合价值规律，那么至于用的手段复杂不复杂实际上都无关紧要，因为本质都是相同的。所以《淮南子》里说：“循天者，与道游者也；随人者，与俗交者也。”意思是说遵循天道，就是和大道相遨游，顺从人为，就必须与世俗打交道。价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规律就是股票投资的“天道”，把握价值规律，也就把握了股价波动的真正原理，而不是在一些世俗表面上做文章。通常投资的方法有很多种，取得成功投资的人也很多，而每个成功的投资者所使用的方法都有一定区别。但尽管取得投资成功的方法有很多，可实际上大多数都是同一的，归根结底都会归结到对价值的把握上来。目的是一样的，并且都能很好把握股价波动的本源，那么手段就只是一些细枝末节的东西。所以老子说：“道可道，非常道；名可名，非常名。”意思是说道理本来只有一个，但是道理表现出来的现象有很多种。所以对于真正的投资者，不管他们的投资方法有多少，但都同归殊途。对于很多技术分析者来说，他们主要是在道理表现出来的表面现象上下功夫，因此很难把握投资的规律。投资者根据不同的现象可以建立不同的交易方法，但是现象有无限多种，如果只是抓住几个现象建立一种交易方法而不顾及根本必然是不对的。投资者应该从始至终只在最基本的道理上下功夫，无论投资道理表现出来的价格现象如何复杂多变，只要清楚股票的基本原理，那么自然就能够随机应变、处事不惊，从而达到“宠辱不惊，闲看庭前花开花落；去留无意，漫随天外云卷云舒”的效果。把握最基本的价值规律，用最笨的方法也能取得投资的成功。如果不能把握投资的根本道理，那么手段再高明、再复杂大概也很难成功。当今很多人不愿意从基本原理上下功夫，认为这是很基础没有必要学习的东西，根本没法与那些手段高明的人竞争。所以要学就应该去学习复杂的道理来作为自己的学问。所以王阳明说：“道之大端，易于明白，此语诚然。顾后之学者，忽其易于明白者而弗由，而求其难于明白者以为学，此其所以道在迩而求诸远，事在易而求诸难。”这句话的意思是说大道理都是那些容易令人明白的道理，后来的学者忽略哪些简单并且容易明白的道理不去遵循，而去追求哪些难以理解的东西来做自己的学问。真正的大道理本来就很简单，一心去追求那些高明手段的投资方法不见得有效。做投资我有我的方法，你有你的方法，但投资道理本来就只有一个。但凡真正做投资的，索罗斯也好，巴菲特也好，尽管手段看上去不同，但本质上都是同一的，因为投资本来就只有一个，他们都是在遵循价值规律办事。投资者只需要抓住好“价值”这个根本，那么交易手段就会水到渠成。

投资应该遵循价值规律，而价值规律也就两个点：价值和价格。价值优势更多体现在公司优秀的品质上，价格优势主要体现在与公司价值偏离的程度上。投资只需要购买具备三个条件的股票就可以，一是公司的质量足够好，二是公司能够长期保持这种优秀的品质，三是公司的股价足够低。在生活中投资者可以明显地感受到哪些公司的质量好，哪些公司的质量差，因为只需要考察公司的产品是否受欢迎，公司的业务规模是否足够大就能感受到公司的质量。因此挑选一家公司的股票需要重点考察公司产品受欢迎的程度，所以投资者更多的是在超市进行挑选，在路边挑选，而不是在股票软件上挑选。如果对一家公司的产品完全不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解，而且在生活中也从来没见过，那么大可不去购买这家公司的股票。公司质量好是投资的前提，但并不说公司的质量好就值得投资。如果公司的股票价格很高，那么再好的公司也会失去投资价值。因此投资好公司的股票是建立在股价不高基础之上的，至少公司的股价不要偏离每股净资产太远。例如 2014 年 1 月五粮液每股价格最低为 14.33 元每股，而公司的每股净资产为 10.39 元。从质量上来看，五粮液是一家规模庞大而且非常受欢迎的白酒生产公司，五粮液白酒家喻户晓，公司的营业收入和净利润水平都很高；从价格上来看公司股价在 2014 年最低时仅为每股净资产的 1.38 倍，一般情况下投资者可容忍的市净率在 5 倍以下，很明显五粮液股价在 2014 年初是偏低的。因此在 2014 年初以 14.33 元的价格购买五粮液公司的股票完全是以一个偏低的价格投资一家优质公司的股票。所以到 2016 年 7 月，五粮液每股价格上涨到 38.8 元每股，而每股净资产上涨到 12.18 元每股。恒瑞医药是一家化学制药公司，直到 2015 年，公司净资产连续 3 年同比增速高达 20% 以上，公司的成长性和业绩都相当优秀。但在 2016 年 9 月 5 日，公司每股价格为 44.12 元，而公司的每股净资产为 4.71 元，公司股价是每股净资产的 9.37 倍。尽管公司的质量相当好，但由于股价高也会导致缺乏好的投资机会。

只要以合理的价格购买优质公司的股票，然后长期持有，很多情况下都能获得很好的投资回报。例如在 2015 年末，青岛海尔经复权处理之后股价从 1994 年的 4 元涨到 556 元，上涨近 138 倍；格力电器股价经过复权处理之后，价格从 1997 年的 18 元涨到 4553 元，上涨 252 倍；贵州茅台股价经过复权处理之后股价从 2003 年的 25 元涨到 1588 元，上涨 62 倍。而这些公司一直以来都是非常优秀而且是家喻户晓的公司，包括到 2015 年相关公司依然有很高的投资价值。

对于投资者来说，首先我们要明白的是股票是怎么来的？股票是什么？只有知道股票最基本的道理，才能分辨得出什么方法是对的，什么方法是有问题的。只有知道股票的基本原理才能守定常法应对价格的无限变化，也才不会因为价格的波动而陷入恐慌。股票投资的能力本质上就是一种对优质公司的辨别能力，要辨别哪些公司的股票是优质的股票，那么首先就需要知道股票最基本的道理是什么，只有不违背股价波动的基本规律的方法才可以使用。要了解股票基本的道理，那么投资者可以从考察股票的历史和考察股票的本质开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 公众公司

第1节 古代商业

投资股票指的是投资上市的股份公司，股份公司又被视为公众公司。公众公司在人类历史上形成的时间并不久远，且是在特定历史环境下的产物。公众公司的形成是以发达的贸易条件为基础，而这一条件只有在近代才具备。

在古代，社会的剩余很少，因此也就谈不上什么发达的贸易，而通常只有在贸易发达到一定的程度才可能会为股份制公司出现创造条件，因为股份制公司进行商业贸易的规模普遍都是很大的。在第一次社会大分工以前，人类的生产条件维持生存都是一项艰难的使命。在社会大分工之后，部落社会开始形成，生产力的改进带来生产效率的提高，这才为解放劳动力提供可能。青铜器以及铁器的使用带来生产效率的很大提升，于是社会生产产生的剩余越来越多。剩余的增加便产生了交换的需求，于是部落间开始形成以物易物的交换模式。

贸易要达到很高的繁荣程度，那么产出必须要有很多，并且交易成本要比较低。如果产出要达到一个很高的水平，那么投入生产的资源和劳动也必然需要到一个很高的水平，并且生产技术也需要有很大提高。在古代，人均生产的剩余很少，增加也非常缓慢，并且劳动人口相比于现代来说也非常少。由于人口比较少，那么产出也会比较有限，市场的繁荣程度也非常有限。

古代社会一开始人很少，自然资源很多，人类对自然资源的利用还比较有限。所以在西方，宗教总是宣传神的慈爱是无尽的，只要你愿意努力，神会赐予你无尽的财富。比如说土地，只要你愿意拓荒，永远有无尽的处女地可供开发，直到麦哲伦的环球航行才被证明上帝的赐予是有限的。从11世纪到15世纪欧洲引发拓殖运动之后，人们愈发感到上帝赐予的有限。过去这种人少自然资源多的社会条件导致土地成本很低，而人的稀缺导致形成了奴隶社会，因为拥有人才是拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富的象征。后来随着人口的增加开始让土地显得稀缺，尤其是在中国，进入战国时代之后，各诸侯国不断进行相互攻伐，战争的规模更是越来越大，投入的人口也越来越多。正如《韩非子·五蠹》里所言："上古竞于道德，中世逐于智谋，当今争于气力。"气力增加的体现就是人口的快速增长，人口的增加导致人口逐步从稀缺变为富余，而土地渐渐显得稀缺，过去以拥有人作为财富的象征开始转变为以拥有土地作为财富的象征，所以社会开始从奴隶社会转变为封建社会。相比之下，西方历史上人口并没有中国这么多，欧洲长期是一个地广人稀的地方。亚历山大打下了一个横跨亚、非、欧的大帝国，但据说他从马其顿和希腊带去的士兵两万也不到。再如阿提拉和成吉思汗，在世界征服史上，帕米尔高原往西的地区总是比较容易就能打下一片大大的疆土，可是进攻人口很多的中原地区往往很难。很长一段时间，西方总是地广人稀，因此拥有人作为财富的象征存在了一段非常长的时期，所以西方的奴隶社会总是存在很长时间，很多国家在过渡到资本主义社会之前还经历了农奴社会。

由于中国以及东亚地区的人口比欧洲地区要多出许多，因此贸易也要发达许多。中国古代的贸易相比于西方是非常发达的，很多产品远销外地，例如瓷器、丝绸、香料等，还开辟了著名的丝绸之路，而明代的大航海更是把海外贸易推向高潮。元朝时期的著名旅行家马可·波罗对中国的繁荣商贸更是惊叹不已，而这时大规模的集市贸易就显得非常普遍。

公司是商品贸易的产物，在古代，尽管中国的人口多，商贸相比于欧洲来说更是发达，但是并没有现代的股份公司。古代基本都是家族企业或者个人作坊，就算某个著名的商人积累了大笔财富，通常也是富不过三代。当时并没有职业经理人，父辈积攒的财产很难维持，因为下一代子孙很少还会立志于经商。古代的社会地位排名是士、农、工、商，商人有钱却缺少社会地位，读圣贤书才是社会的主流。由于社会轻视商业，因此家族企业是脆弱的，父辈积累的财富很快就会被后辈败光。家族商业的不稳定从某种角度来说有利于防止财富的集中，有利于防止两极分化，也有利于社会的稳定。但这种重农轻商的思想也必然会阻碍商业的发展。

由于商人在古代一直扮演着投机倒把的角色，商人总是被认为为富不仁，所以社会地位很低，这必然导致严重的产权保护机制缺失。古代对产权保护的意识并不强，当然有部分是政治动荡的原因，这种产权保护意识的缺乏导致富难过三代。例如在日本的大阪，淀屋家族是一个非常富有的家族，但在 1705 年被幕府抄了其家产，原因是其拥有的财富和他的社会地位不相符。因此在古代虽然中国以及东亚地区的商贸发达，但是这些家族企业缺乏政府的保护，在产权保护机制缺位的情况下，这些家族企业的经营都比较脆弱。

股份制公司始于西方，但并不意味着西方在古代的贸易就比东方繁荣，也并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不意味着西方的产权保护机制就比中国好。从马可·波罗对东方经济的惊叹中可以看得出西方在当时是落后的，在古代社会，中国的经济长期是比西方发达的，贸易也比西方发达得多。而西方对经商的抵制也并不见得比中国差，在西方，对犹太人放贷是强烈抵制的，商人赚钱之后，老了会把钱捐给宗教以赎其罪。贵族如果要去经商，那么必须放弃他的领地。因此不见得西方商人在古代的地位就比中国的高，既然西方在古代的贸易繁荣程度不及中国，产权保护也不见得比中国好出多少，那么为什么股份制公司的出现是在欧洲而不是中国?

第 2 节　古代为何没有股份公司

股份制公司是一个合约集合体，这是现代公司的组织形式。而合约的履行需要有一种强有力的力量来保证，而这种力量就是“法”，股东权利的保证需要法律制度来维持。

中国古代商人的社会地位低，政府主要收入来源是农业而不是商业，自然政府也就不那么重视商业发展，关于商业的立法与产权保护力度也就会比较弱。所以管子说“野与市争民”，意思是说农业与商业会形成争民众的现象，所以应该抑制商业发展。由于古代生产效率不高，能够解决温饱问题就已经是一个艰难的使命，那么自然也就没有太多富裕劳动力来进行商业经营，从而导致商业不发达。另一方面，商人社会地位低是政府的偏见和人民意识形态落后的结果。商人被视为好逸恶劳、投机取巧、哄抬物价、扰乱市场的人，加上社会普遍的仇富心理让人们总是认为商人为富不仁，正所谓“不患贫而患不均”，因此抵制商业发展自然成了大家普遍接受的意识形态。所以管子说：“故上不好本事，则末产不禁；末产不禁，则民缓于实事而轻地利。”意思是说如果君主不重视农业，就无法禁止工商业；不禁止工商业，百姓就会延误农时农事，轻视土地之利。本事指的就是农业，工商业为末业。可见古代把农业视为根本而工商业只是末业。

尽管中国长期以来都是维持一个统一的社会，这为商人提供了广大的商业空间，财富聚集和运用的潜在规模可以很大，但是经商依然是以个人为主，并没有形成股份制。假设古代人搞股份制，那么这就是在鼓励商业发展，这不符合重农抑商的执政思路。而如果缺乏政府法律保护，那么民间自发的集资就缺乏法律保障，靠诺言来维持企业的运作是不可能牢靠的，因此这种靠合资模式建立股份制是不可能的。股份制本来就是一个合约的集合体，如果合约的行使无法得到保证，那么股份制的建立就会失去基础。所以在古代财富的聚集只能靠个人或者有血缘关系的家族成员进行，请一个职业经理人肯定是不能让人放心的。血缘关系是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要法律来维持的，因为这就是一个铁一般的誓言，就算后代败光了资产也是肥水不流外人田。因此股份制不能形成的主要原因之一就是缺乏一个合适的法律制度环境。

如果说股份制在中国古代不能形成是因为缺乏一个良好的法律制度环境，那么为什么政府不建立类似现在一样的一套完备的商法和劳动法？为什么政府要重农抑商？首先古代经济主要是农业经济，农业是主要税收来源。保护税收的来源是维护政权稳定的基础，而当时商业在税收中并不具有决定性的影响，所以政府只会出台很多保护农业的政策，而不是大量地为商业立法。况且商人长期以来的社会地位不高，大肆扩张百工商贸在过去本来就是比较难以接受的，那么法律上对商人保护的力度自然就要弱出许多。

古代最重要的经济是农业，用来贸易和交换的主要也是农产品，而农业经济的增长是非常缓慢的，根本一点是古代农业的积累率低。古代农业生产技术落后，生产出来的农产品基本够吃却很难有积累，农业经济的增加主要来自于人口的增加，人口多则产量多。但只要农业生产效率不能够有效提高，那么就不能解放出更多的生产力，就不能有效增加非农业经济的比重。非农业经济比重不增加，那么商业就不可能快速发展。如果非农业经济比重不能大幅度增加，那么为商业立法也是不值得的，因为非农业经济并不是经济体的主要成分。由于古代粮食生产效率低、成本高，大规模生产粮食的利润趋近于零，利润低那么资本积累自然就会低。而且粮食不像工业品，粮食可储藏的时间短，如果生产出来的粮食或者食物一段时间不吃掉就会坏掉，所以就不会有大规模积累粮食的动力，因此农业不进行积累就是最理性的选择。假如古代以股份公司作为商业运作的主要模式，如果是非农业的股份公司自然不会创造出多少产值，因为第二产业是在第一产业得到发展解放出生产力之后才能得以进行的，因此非农业经济在古代经济中不会占有决定性的作用。如果要普及股份制，那么必然会是农业。如果在农业实行股份制，那么必然要有很好的产权保护，为了股东权益得到保障必然需要一个强有力的司法系统，这必然增加政府的运作成本。古代通讯不发达，公司管理困难，信息收集困难，政府要对股份制公司进行管理的成本一定非常大。原本古代农业的技术进步就非常缓慢、利润低，如果引入现代公司治理制度，那么必然增加行政成本，导致社会生产效率损失。因此对现代来说好的生产制度不见得适合古代。在现代社会，虽然说引入现代公司治理制度会增加行政成本，但是通过这种制度的改变是有利于加速资本的积累的，有利于企业生产利润的增加，而且制度运行的成本小于产出。所以对于现代人来说现代公司治理制度是好的，因为现代商业制度带来的收益大于制度执行的成本。如果有一天社会生产利润趋近于零，那么现代商业制度依然会存在，因为如果没有这些商业制度，产出必然下降。但在古代，公司制度不能导致产出增加，反而会造成效率损失。而就现代来说，现代公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司制度有利于整合资源，有利于利用技术，有利于增加积累，更有利于增加产出。因此古代不建立股份制公司是理性的选择，现代公司治理出现的前提是大量劳动力从第一产业中解放出来从而为现代化工业的生产提供条件，但这一条件在古代还是不具备的。与古代相比，这种产权保护的制度变迁之所以会发生是因为当制度变迁所创造的收益大于制度变迁的成本时，那么制度就会发生变迁。

古代对农业的保护很多，对商业的保护很少，那么重农抑商为什么没导致土地大规模集中？首先土地的大规模集中必然损害底层百姓的利益，历朝历代对“水能载舟亦能覆舟”这句谚语看得很重，政府最担心的就是人民走投无路。因此政府就算压迫人民也害怕将农民逼到自己的对立面，而稳定农民的情绪首在维护公平，所以才会说“不患穷而患不均”。因此政府不会坐视土地大规模的集中，更何况土地的集中过大必然会威胁到中央政权，当土地集中到一定程度甚至不惜以削藩的方式遏制。所以从政治上来说，土地过度集中是政府所不愿意看到的。

另一方面，在古代中国土地是允许买卖的，尽管土地在一定程度下集中会出现大地主，但是经营很大部分又属于商业问题。古代人对科举比对经营感兴趣得多，所以通常富不过三代，并不是每一代人都立志于经营，所以这种财富集中的世袭链条就比较容易被砸断。因此，整体来看中国底层农民之间的贫富差距并不是非常大。相比于欧洲，贵族就是贵族，是一种刚性体制，所以土地长期集中，但贵族并不经商。既然不以经商为目的，那么这种以土地为代表的财富集中自然不可能形成一个庞大的商业帝国。

改变商业弱势地位的是后来的工业革命，工业革命之后工业品迅速增加，工业重要性也开始增加，之后超过农业。当工业重要性增加之后，来自工业的税收自然很快增加，那么对农业的重视自然减轻，转而重视工业。工业是一套完整的体系，包括生产和销售，那么重视工业也就意味着重视商业。重视工业品的生产，重农抑商就得到改变。工业的兴起同时倒逼了政府的改革，为了使工业带来更多的利益，必然需要给工业进行更多的保护，而这一切的核心就在产权保护的问题。对产权的保护催生了一系列的法律出台，从而为商业发展提供了一个有利的制度环境，那么股份制公司才可能产生、壮大和发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 节 公众公司的产生

在古代社会，中国比欧洲要发达许多，但中国并没有率先产生股份制公司。实际上股份制公司的产生是离不开非农业经济的快速发展的，而非农业经济的快速发展始于 18 世纪工业革命。自从 18 世纪中叶欧洲发生了工业革命之后，导致欧洲经济快速增长，在短短 100 年的时间里把中国抛在后面。1215 年英国《大宪章》签署之后国王权利受到限制，商业快速发展，产权保护完善的速度加快。1492 年哥伦布发现美洲之后马铃薯引入欧洲，马铃薯的引入导致欧洲粮食供给量快速增加，从而推动人口快速增加。由于马铃薯所需的种植条件不高，欧洲的粮食产量快速增加，从而导致可支撑的人口规模越来越大，加上工业的进步，于是非农业人口数量可以有大幅度的增加。非农业人口的增加必然也会带来非农业经济的增长，工业经济增长的速度是远远快于农业的，所以很快欧洲经济就超过了中国。工业的快速增长为股份制公司的产生创造了基础条件，所以在 18 世纪之后有大量股份制公司产生，其中最为出名的要数东印度公司。

股份制公司的产生要从葡萄牙说起。1345 年蒙古大军围攻克里米亚半岛的卡法城，城中的意大利人和拜占庭军队拼死守城。蒙古人久攻不下，于是蒙古人使用投石机把大量的发黑死尸投入城中。很快，卡法城堆满了发黑的死尸，腐烂的尸体严重污染了卡法城的水和空气。后来很多人开始打寒战，出现头疼、发热、昏迷等症状，随后皮肤大面积出血，呼吸困难，然后很快死去，死去的人皮肤呈现黑色，古代欧洲人把这种病称为黑死病。黑死病会传染，活下来的人逃到意大利和欧洲各国，于是黑死病在欧洲大面积传播。在 14 世纪的 100 年中，欧洲死于黑死病的人数高达 2500 万人，加上饥饿和战争，大约有三分之二的欧洲人死亡。在欧洲黑死病肆掠期间，被挤在伊比利亚半岛一角的葡萄牙人不得已把手伸向泰西大洋，而不是向黑死病蔓延的欧洲腹地扩张。葡萄牙人向南攻占直布罗陀地区的休达城之后开始沿着非洲海岸向南探索，很快西非地区的黄金、象牙、奴隶不断地流入葡萄牙，一时间葡萄牙成了世界最富有的国家。不久之后完成光复之战的西班牙也加入航海运动，而且西班牙潜在能够投入的人力物力比葡萄牙要大出许多，于是后来者居上，西班牙很快取代葡萄牙成为了世界霸主。

大航海运动很快让人类知道上帝的赐予始终有限，地球的全貌很快被人类认知。1492 年 8 月 3 日，哥伦布率领三艘百来吨的帆船，从西班牙巴罗斯港扬帆开入大西洋，向西航行寻找东方的中国。哥伦布于 1492 年 10 月 12 日发现了美洲。1497 年 7 月 8 日达·伽马率船从里斯本出发，船经加那利群岛，绕好望角，经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莫桑比克等地，于1498年5月20日到达印度西南部卡利卡特。1519年9月20日，麦哲伦探险船队驶离西班牙。1520年10月21日穿过麦哲伦海峡，1521年麦哲伦船队横渡太平洋，3月8日麦哲伦船队抵达菲律宾群岛中的胡穆奴岛。随后麦哲伦战死于菲律宾，之后船队继续航行返回西班牙。至此，世界地理完成大发现，大航海时代形成，完成地理大发现之后接下来就是开发殖民地的问题。

新大陆发现后，大量欧洲稀缺货物被带回欧洲，如丝绸、瓷器、胡椒、蔗糖、茶叶、黄金、豆蔻、香料等。这些商品给欧洲商人带来的利润高达数十倍，高额利润不断刺激大航海运动和殖民地的发现。

早期大航海运动的主要发起方和资助方为政府，因为民间商人基本无法支撑巨额的航海费用，包括商队贸易和护航费用。在古代社会，商人主要以个体为主，商人是所有权和治权的统一体，因此个体商人穷其一生可聚集的财富非常有限。个体经商模式已不符合大航海贸易的需求。过去很少有大型的探险活动，也很少有大型的研发活动，因此也就不需要大规模的财富集聚。古代大型项目的修建基本都是官方主导，无论是埃及的金字塔还是中国的万里长城，这些大型的建筑都是政府为之，很少有说政府参与民间大型的研发或者探险以及投资活动。尤其是汉代的董仲舒之后，政府官员经商会被指与民争利。尽管政府有通过税收聚集大量财富的能力，但是这种能力并不用在大型商业项目上，而是为了维持帝王的统治和征伐。而民间也很少有人醉心于这种大型的商业项目，因为读圣贤书、考试做官和效忠皇帝才是正道。所以大航海时代并没有在中国开启，郑和下西洋并不是为了财富和贸易，而是为了宣扬天朝国威、恩泽四海，但是这种皇恩浩荡式的巡航活动很快不了了之，因为基本没有什么回报。

相比之下，西方人的目的则要单纯直接得多，当印度人问探险者此来的目的，西方人的回答直截了当："黄金、香料。"西方大航海开始之后，这种航海活动很快被商业化和民间化。而当时开发海外殖民地所需要的资金对个人来说简直是天文数字，空前的财富聚集需要新的模式，因为单个人已经无法独自做到，于是只能走人多力量大的道路。

进行大航海需要大规模资金，而这些资金并非是某个商人所能提供的。商人不光要筹集航运资本，甚至还要建立雇佣军为商队护航。大航海时代跨海经商带有明显的掠夺性，而掠夺是会被当地人抵抗的，所以跨海经商经营风险大，需要军队来维持，而这些开支不是单个商人所能承受的。况且大航海运动兴盛之初乱象丛生、海盗肆虐，如果没有雇佣军护航，说不定买卖没做成就被打劫了。投资加入大航海运动是需要花很多钱的，所以跨海经商需要有大规模的物力支持，因此需要新型的集资模式，于是股份制公司应运而生。

大航海运动产生了大规模的资金需求，而个体工商户是无法筹集大规模资金的，于是产生了股份制。况且伴随股份制公司的诞生，产权保护的力度也得到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大幅提升。如果说大规模资金需求成了股份制公司产生的诱因，那难道古代就没有大规模资金需求吗？显然不是。古代一样存在很多大型的开发项目，一样存在大规模的资金需求，例如建造中国的万里长城还有古埃及的金字塔，这些项目都需要大规模的资金支持，可是为什么却没有产生股份制公司？因为这些项目不是以营利为目的。这是有本质区别的，古代的大型项目很多是为了满足政治或者军事的需求。这些项目纵然需要大规模的资金，但是却不需要发行股票的方式筹集，帝王通过运用手中征税的权力就可以聚集大规模的资金来完成大型项目。这些项目并非出于商业目的，也不是为了获取利润，那么自然民间不会有投资的动力。可是大航海运动的目的是为了获取利润，在利益的驱使下，普通民众有参与的动力，所以发起了新的集资模式。没有哪个商人想自己去建一条万里长城，就算是旅游开发也必然会亏本。因此，发明股份制这种集资模式是在利益的驱使下完成的，可是难道古代就没有利益驱使吗？古代社会是农业社会，在农业社会中经济增长是非常缓慢的，而且农业构成了社会最为主要的经济基础，所以政府重农轻商。人们通常也以经商为耻，而且农业也不像工业那样会为商人提供非常多的利润增长点，所以缺乏民间自发进行大规模资本集中的动力。例如在 1069 年宋神宗年间王安石主持变法，王安石是一个志向颇大的人，立志于富国强兵。在王安石变法中有一条非常重要的法令叫作“青苗法”，这条法律的大体意思是说当老百姓受灾或者生活困难的时候可以向官府贷款进行生产，等老百姓有收成之后再来偿还贷款，同时官府通过放款理财的方式还能增加收入。青苗法有些类似当今的银行，而官府就是经营银行的人。青苗法实行之后，朝廷开始向地方官府定指标，规定每年要放多少贷款。地方政府为了完成任务，自然是鼓励老百姓贷款，就算老百姓没有贷款需求，但官府硬是要上等人家贷 15 千铜钱。青苗法很显然是一个非常超前的思想，但是在宋朝官府是没有经营银行经验的。很多老百姓到期还不起贷款，官府就采取暴力的手段收回来。由于很多老百姓是不具备贷款资格的，强行地给他们贷款必然增加呆账坏账。青苗法的实行在很多地方闹得民怨沸腾。对于老百姓来说，就算贷款回来也是为了生活，而不是做商业项目的投资，因此这对社会资本的积累是没有多大帮助的。况且当时官府缺乏放贷经验，缺乏贷款条件的评估标准，也没有很好的风控机制，所以王安石变法必然失败。如果没有利润增长点，那么就算官府给个人贷款，那么实际上也是不能刺激商业高速发展的。而在大航海开启之后，社会很快进入工业革命时代，工业和航海贸易为商人提供了很多投资机会，投资机会带来了资本聚集的需求，于是才有了股份制公司建立的基础条件。

葡萄牙和西班牙是开启大航海运动的主要推手，大航海为西班牙人带来大量的黄金，从而令欧洲发生上了上百年的通货膨胀。在 16 世纪，由于大规模的金银流入欧洲，从而导致物价快速上涨。1600 年相比于 1500 年欧洲物价总体上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了200%以上，西班牙物价上涨了3.4倍，荷兰莱顿物价上涨了3倍，英国物价上涨了2.6倍，法国物价上涨了2.2倍。当今物价上涨可能是纸币超发所致，而16到17世纪的物价上涨主要是金银大量流入的结果，这是有明显的区别的。西班牙人为维持航海贸易的话语权，于是组建了当时规模最大的无敌舰队。西班牙人掠夺了财富，却不懂得积累，而是随意挥霍，况且本来就有源源不断的财富流入，干嘛要去讲究节省？但挥霍使人不思进取，而远在欧洲西部的岛国正在奋起直追，单从财物和军力来看，英国处在劣势。但是英国有很好的法律制度，有很强的进取精神。

虽然葡萄牙和西班牙是开启大航海的国家，但推动商业快速发展的却是英国。西班牙的崛起并没有让它在世界霸主的位置上坐很久，为了争夺海上霸权，西班牙和英国于1588年8月在英吉利海峡进行了一场大海战。当时西班牙战船威力大，兵力达3万余人，而英军舰队的作战人员仅有大约9000人。但英国积极备战，甚至以联合海盗等方式不惜一切代价参与战争，一战下来西班牙无敌舰队几乎全军覆没，从此世界霸主易位。尽管其间荷兰也曾经挑战过英国霸权，但始终没有撼动英国的霸主地位，日不落帝国就此形成，世界也从此进入大航海时代，把全球贸易推向高潮。伴随全球贸易而来的就是全球资源的优化配置，而这一过程必须有极其雄厚的财力作为支柱。

在航海贸易巨额利润的刺激下，为满足海外开发巨额资本需求，于是建立了一种新型的集资模式。公司把资产切分为小块向社会出售集资，这一过程又叫IPO。至此，公司的所有权和治权发生分离，公司的所有权是公众，而公司的管理者却是职业经理人。这样就大大避免了富不过三代的经商怪圈，因为从始至终公司的经营都是由职业经理人来进行，利润最大化贯穿公司运行的始终。而且由于股份发行面向的是社会公众，所以公司理论上可以筹集到足够多的资金，足以完成大型的商业项目的建设。股票发行的价格与公司资产切割后每股所含的净资产呈正相关，而股价就是每股净资产的价格。支撑股价的根本是公司每股净资产，而股价是公司每股净资产的货币表现形式。

由于股价是公司每股净资产的货币表现形式，所以每股净资产越高那么每股价格应该也越高，在股价合理体现公司每股净资产价值和股本不变的情况下，我们可以得到两个结论。

结论一：公司股价未来潜在的上涨空间取决于公司净资产可膨胀的潜力。

结论二：公司股价未来的潜在上涨速度决定于公司净资产增长的速度。

大航海成为民间的冒险运动之后，1554年英国成立第一个以入股形式进行海外贸易的特许公司“莫斯科公司”，公司进行北海探险。随后很多股份制公司成立，有1557年成立的西班牙公司、1579年成立的伊士特兰公司、1581年成立的勒凡特公司、1588年成立的几内亚公司、1600年又组织了东印度公司。其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东印度公司势力最大，资本最雄厚，东印度公司独占从好望角直到东方一切国家的贸易，还享有对殖民地军事和政治的全权。

新形式的筹资模式不光为大航海贸易提供了资本，而且发行股票筹集资金为社会带来了前所未有的资本聚集，从而为推进工业革命创造了条件。例如蒸汽机的发明，蒸汽船开始取代帆船，航行不再苦于季节和风向是否适合这样的条件。在18世纪60年代，哈格里夫斯发明的珍妮机大大提高了纺织效率，再加上运输工具的改进，更是让欧洲工业革命的典型产物机械化纺织品远销世界。股份制的改进让欧洲改变过去的庭院经济，取而代之的是大工厂生产，这让专业化分工得以做到极致，亚当·斯密更是认为专业化分工是人类的伟大创举。

大工厂和大公司的建立需要大资本，而股票发行满足了这一创举的资本需求，于是发行股票募资成了当时一种非常重要的金融手段。为了维持公司筹集资本的稳定性，股民购买公司股票之后不可以将股票反售给公司，股民若想将股票资产变现只能将股权卖给第三人。这为股票交易所的建立创造了条件。早期的交易所有在安特卫普设置，也有在阿姆斯特丹设置，直到英国崛起后，伦敦便成为了世界的金融中心。

西方公司制度的出现是为了解决各种大型海外贸易或者殖民地开发的资金需求，于是发明了发行股票集资的模式，聘请职业经理人治理公司。由于大量的股东不可能都同时一起去经营公司，所以所有权与治权发生了分离。股份制公司的出现是西方社会重商主义不断发展的产物，在工业革命之前，社会经济主要是农业经济，所以缺乏发展工商业的基础。可是伴随工业革命的进行以及大航海时代的到来，科学技术不断进步，很多新行业相继产生。如果没有一系列的科技革命，那么就不能为商业提供足够多的利润增长点，那么社会依然还是农业社会。获利机会是商人投资的理由，在古代，确实有很多伟大的工程，但无论是埃及的金字塔还是中国的万里长城都是按照统治者的意志建立的，这些项目的建立并不是为了盈利。面对不会创造利润的项目，民间是不会有集资动力的，所以王安石的青苗法最终还是失败的。因此股份制公司普及的土壤是大量新行业和投资机会的产生。

中国股份制公司的出现比西方晚，在1840年鸦片战争前，中国与西方联系少。鸦片战争前，中国还是一个农业经济国家，而且并不重视商业的发展，也没有像西方一样发生工业革命。西方科学传入中国主要还是通过西方传教士来进行的。例如明朝万历年间利玛窦来中国传教带来了西方天文、地理、数学等知识，后来比较著名的传教士还有汤若望等人，这些传教士给中国带来了先进的科学文化。但是西方科学面对“士农工商”的中国社会等级文化并没有撼动中国的农业经济，没有带动中国经济快速发展。尽管一些统治者喜欢西方科学，但并没有将这些科学转化为生产力。例如康熙大帝喜欢西方科学，但这基本也只是统治者的个人兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趣爱好，并没有改变重农轻商的社会面貌。

中国重农思想崩溃主要还是在鸦片战争之后，鸦片战争之后西方知识加速进入中国。战败的中国急于寻找出路，一开始中国人认为中国的文化和制度都最好的，唯一不好的是器物上与西方存在差距，于是开始“中学为体，西学为用”的洋务运动。伴随洋务运动的展开以及通商口岸的开放，中国开始产生最新一批的民族资本家，开始引入西方的一些经营制度，经商逐利被视为一种正常的行为，所以晚清状元张謇也投身实业救国，建立大生纱厂。1872 年轮船招商局成立之后股份公司普遍在中国建立，至此中国也开始了股市投机热潮。第一波投机开始于轮船招商局成立后不久，股份制公司成立之后也开始出现类似当今证券公司性质的企业，例如公平易公司、平准股票公司。在缺乏电子交易系统的情况下，看行情主用是通过一些报纸，比较著名的有《申报》。从报纸上可以看到股市行情。第二波投机潮大概在 1910 年，人们大量炒作橡胶公司股票，而这些橡胶公司很多都是外国公司，之后由于橡胶价格下跌，泡沫破灭。第三波投机热潮从 1921 年开始，1921 年开始引发交易所投机热，第一家交易所上海证券物品交易所成立之后大量交易所先后成立，大家认为买卖交易所股票都能赚大钱，于是掀起交易所投机热。直到 1929 年遇到金融危机，股票交易量大幅度下降，很多交易所关闭，从而导致股民出现大幅度亏损。恰逢后来发生战争，战争债券的发行让一些交易所得以生存下来。1937 年战争全面爆发，上海成立上海西商众业公所，成为孤岛交易所，主要控制方是英美。1940 年股市暴涨，主要原因首先有货币大幅度贬值，抢购商品，股票也成为抢购对象；第二是全球很多地区战事已起，资金到处寻求避险，而当时上海是少数保持资金自由流动的城市之一，一时间聚集了大量游资，涌向债券和股票市场。抗战时期上海华商证券市场交易的上市公司达 150 家，股票 199 种。而到 1945 年，战事渐渐明朗，日本败局已定，此时华商股再次被爆炒。

股票交易到新中国成立之后开始出现断层，到 20 世纪 50 年代，中国确立计划经济发展方向。股票市场因被视为资本主义经济的产物而被抛弃，社会主义没有股票市场具有相当复杂的原因，远不是对股票市场姓“资“还是姓”社“的定位那么简单。进入到计划经济时代之后中国股票市场出现了断层，直到改革开放之后 1990 年上海证券交易所成立，中国才算是开启了新时代的股票交易市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 节　断层

为什么中国股市投资会在 20 世纪 50 年代到 80 年代出现断层？这与新中国成立之后实行的计划经济方针有莫大关系，可为什么中国会实行计划经济？难道仅是因为计划经济是社会主义国家独有的模式吗？在古代中国经济总体比西方要发达得多，但是在 18 世纪之后，欧洲发生了工业革命，欧洲经济奋起直追，在近百年的时间里很快改变中国强欧洲弱的局面，从而形成了李约瑟之谜。

在古代中国的科技相比于欧洲是已经达到了一个非常高的水平，这一点可以从宋代沈括的《梦溪笔谈》，还有明末清初宋应星的《天工开物》看出。中国的四大发明、浑天仪、水钟以及地震仪的机械设计已经达到相当复杂的程度。在宋朝，中国的科技水平已经达到了 18 世纪欧洲工业革命起始的水平，但是工业革命并没有发生在中国。而中国的读书人也不屑于去搞这些发明，因为不符合四书五经的伦理道德，并且这对读书人来说都是离经叛道。像《梦溪笔谈》还有《天工开物》这样的技术类书籍被视为杂书，所以宋应星在他的《天工开物》里说“大业文人弃掷案头，此书与功名进取毫不相关”。工业革命的本质就是科学技术的革命，但是中国人对于发明创造却并不重视，大丈夫就该有志于做官或者求经访道，而不是去搞技术发明。

明朝中国实行的是闭关锁国政策，明朝万历年间，丰臣秀吉逐步统一日本并开始侵入朝鲜，日本浪人不断侵扰中国沿海，政治家更是认为要通过闭关锁国来隔离海外风险。中国在地大物博的种族优越感中断绝与西方联系的后果是中西技术差距在 18 世纪之后越拉越大。明末清初之际，西方一些传教士进入中国，有名的有利玛窦、南怀仁还有汤若望等人，他们的到来除了传教之外还带来了先进的西方科学，翻译一些像《几何原本》这样的优秀书籍。但西方科学技术引入影响的范围相当有限，主要用在了历法的编著还有朝廷的天文预测上，并没有普及到工业。例如数学在工业化过程中取到了非常重要的作用，数学的运用和发展使得工业产品变得越来越精确细致，尽管历史上中国的数学知识相比于西方来说也很发达，中国在唐朝时期的科举考试就有“明算科”，但是数学知识在历法上有较多运用，而对科技的影响远不及今天这么大。

传教士的进入是以传教为主，顺便带来一定的西方技术，但传教对儒家文化根深蒂固的中国人来说影响比较有限，西方宗教在中国的传播一直是很缓慢的。既然西方宗教文化很难被中国人接受，那么西方科学文明对中国人来说也不会得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到很大的重视，这种传教就有点儿在半接受半抵制的状态下进行，因此对中国的改良运动是有限的。

从地理上来说，中国的地理有着特殊的结构，西高东低，呈三级阶梯分布，西部的喜马拉雅山和帕米尔高原成了中西文化交流的天然屏障。所以工业革命之后，中西差距并没有因为势位差的拉大而使大量的西方科学流入中国，因此巨大的历史断层开始形成，欧洲在工业革命的助推下很快赶超中国，在近百年的时间里与中国的经济差距越拉越大。

18 世纪之前，相对于欧洲来说技术大部分是从中国传向欧洲。但是工业革命之后，中国成了技术的接受方，欧洲成了输出方。短短近百年的时间，角色完全互换。尽管如此，欧洲的技术传入中国在鸦片战争前都是很缓慢的，清王朝视其为奇技淫巧，不予重视，任由这种技术差距不断拉大。在文化方面，正如严复在其《论世变之亟》所言：“其于为学也，中国夸多识，而西人尊新知。”直到西方的大炮打开中国的国门之后政府才意识到问题的严重性，之后才加快向西方学习的步伐。形成鲜明对比的是日本，日本至佩里的黑船事件之后，在大久保利通的主导之下开始全方位向西方学习，主张全盘西化，历史又称之为明治维新，结果令日本成为唯一一个摆脱奴役的有色人种国家，中国却走出完全不同的改革路径。后来日本的崛起令其产生很强的种族优越感和责任感，最后以救世主的身份发起解放大东亚的第二次世界大战，从而带来深重的灾难。

鸦片战争之后，中国也进行了一系列的改革，但是并没有使中国强大，反而把中国带入了无休止的革命。中国历来认为自己是世界上最优越的民族，因为在过去的 20 个世纪里，中国被认为是这个地球上最为强大的国家，只不过在闭关锁国这些年导致中国与西方的技术差距被拉大，中国败给西方的是技术，而文化和其他的一切都是好的，否则中国就不可能在过去几千年里遥遥领先于世界，现在唯一不好的就是枪和大炮比不上人家。于是中国发起洋务运动采用的是“中学为体，西学为用”的方式进行改革。很快中国建立了一只强大的北洋水师，至此改革算是基本完成。直到 1894 年甲午海战败给日本，中国又开始反思不应该仅仅是器物上的改变，还应该有政治体制的改革。于是有了新文化运动，提出了“德先生”和“赛先生“。康有为和梁启超等人提出托古改制，进行维新变法，但由于变法举措不得当触动既得利益集团而作罢，很快孙中山的革命便推翻帝制。整体来看中国的革命进行了很长的时间，但是并没有把中国带入经济强国，因为社会并没有一个稳定的政治环境。直到 1949 年新中国成立之后才真真正正为中国的经济发展营造了一个稳定的社会环境。

在 1949 年新中国建立之后，百废待兴，面对上百年的屈辱更是让中国人变得急功近利，亟待一雪前耻。当总结一下发达国家的工业特点时发现发达国家之所以发达是因为重工业非常发达，于是一开始中国就立足于重工业优先发展，开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足马力奋起直追。通过计划配置把资源集中发展重工业，压缩轻工业产品的生产。中国人全体勒紧裤腰带发展经济，很多基本消费需求都在计划经济时代被压缩到极致。

由于重工业优先发展带来经营积极性不高的问题，于是在十一届三中全会召开后开启了中国的市场经济改革，在邓小平的领导下开始进行亦步亦趋的市场经济改革，并形成了中国独有的渐进式改革和摸着石头过河的改革思路。中国改革很重要的体现是国企改革，为了解决企业经营效率低问题，其中一个方向就是引入西方的现代公司治理制度，建立股票市场让企业上市，让股民监督企业。

1990 年建立上海证券交易所，1991 年建立深圳证券交易所。后面越来越多的公众公司到股票市场上市，经过 20 多年的发展，中国 A 股的上市公司已达 3000 多家。

渐进式改革的特点是政府的管控逐步放开，但是相比于自由市场经济国家来说一样管得比较严，这就会导致股市没能很好反映经济基本面。例如过去中国股票价格比外国要高出许多，这从股市平均市盈率可以看出。按道理股市投资与实体投资收益要一致，当时企业竞争不像现在这么大，民企利润水平高，那么按理股价应该低，以低股价来提升股东的投资回报率，因为企业愿意以低一些的价格和高一些的成本来融到资金，只要实体投资收益率高于融资成本就有利可图，但实际上过去我国股票价格整体来看是比较高的。截至 2016 年中国股市发行还是采用审核制，造成股价不低反而高的其中一个原因是因为企业不能顺利自由上市，不能自由上市导致股票供给有限，所以股价高。如果是注册制，那么股价必定很低。因为当时实体投资收益水平高，那么企业宁愿低价发行股票，只要实体投资收益高，那么直接融资成本高一些也没关系。另外，过去有很多非流通股，所以可在二级市场流通的股票量就更少，从而导致尽管中国企业投资收益水平整体比较高，但股东投资收益率比较低，例如分红收益低。

如果是注册制，那么投资者可以自己做选择，甚至选择哪些股票可以上市哪些股票不可以上市。不可以上市的股票投资者会用脚投票，没人买自然就会被退市。而审核制和审批制就是政府在帮投资者做选择，而政府的选择却未必是投资者想要的，加上股票供给不足，那么人们就只好投机。那么为什么不实行注册制？这是因为注册制意味着自由，意味着完全市场化，这与渐进式改革是背离的，可能会带来很大冲击。渐进式改革是中国改革经验的总结，实事求是，摸着石头过河，从而让经济平稳高速增长。而且还有东欧休克疗法失败的前车之鉴，所以不可能一下子放开。那么必须慢慢放松，一开始政府强势一些是好的，股市搞得好那么继续多放一些权，如果搞得不好那么就把权收回来就是了，甚至还可以关掉。所以邓小平说：“资本主义可以搞股市，社会主义也可以搞嘛，要坚决地试，搞不好可以关掉嘛！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管制多自然导致企业不能自由上市，导致股市不能正常反映经济情况。股价高的后果是股票缺乏投资价值，所以只能投机，所以过去才会说理性的选择就是不理性。投机是不以分红为目的的，而在于资本利得，而且上市公司普遍不分红。原因有二：首先上市的公司很多是国企，但国企不光是为了获取利润，还要承担稳定经济、稳定就业的政策性职能，而且官员还需要通过国有企业来完成一些重大事情，很多宏图伟业是离不开国企的。这种政策所带来的负担与企业的利润最大化往往是不一致的，所以国企普遍利润比较低，那么自然就没法分红。而且股市设立之初很大的原因就是为了国企改革，因此上市企业国企多，那么自然不盈利的企业就多。一开始股市本身就像改革试验场，利润还不是最为主要的问题，如果企业经营利润水平普遍不高，那么股民就只好做投机。其次上市公司后来尽管有少量民企，尽管有的民企利润高，但是他们也会尽可能不分红，因为企业投资利润率高，那么就应该多积累、加快扩张为好。这才能实现股东利益最大化，而分红就是以后的事。所以中国上市后的公司过去一直被视为铁公鸡。

第 5 节　现状

到 2015 年，激烈的商业竞争环境让风险和利润变得极为复杂多变，短缺经济已经成为过去，钢铁、服装和水泥等很多行业出现产能过剩。在我国现有商业环境下，利润大量集中于少量巨头公司，如工商银行、农业银行、中国石油等等这样的大公司，而数量庞大的小企业分食的利润却要小得多。2015 年中国上市公司大约 2800 家，其中 2015 年年度净利润小于等于 1 亿元的公司有 1477 家，占比超过 5 成。大量的公司分食少量的市场份额从而引致激烈竞争，财富的集中让少数富人得以支配大量资源，而多数人却不得不接受卖血式的生活。

社会利润大量往少数公司集中，对于投资者来说就应该选择这些少数优秀公司进行投资。投资者购买股票应该采用苛刻的标准，很多人说按照我的选股方法是没有几只股票是值得投资的。实际上当某种投资方法可以选出大量的可投资股票，并且还频繁地更换个股，那么这种方法本身是有问题的。因为今年好的公司很难说过一段时间就不好了，现在值得投资的公司过一段时间就不值得投资了。投资者应该购买的就是大量上市公司中那几家少数优质公司的股票，所以我现在看好的股票，大部分在未来几年还是继续看好。在 1995 年中国境内上市公司数量为 323 家，而到 2015 年就超过了 2800 家。对于现在的股民来说投资可选择的空间越来越大，因此投资者更应该保存本心，坚定只购买优质公司的股票的信心。随着时间的推移，上市公司的数量会越来越多，但上市公司多并不见得值得投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司就会多。在上市公司中，好公司是很少的，因此投资者需要具备一定的辨别能力。好公司短期内不一定能够给投资者带来高额利润，但投资者低价买入优质股长期来看必然会获得丰厚的回报。如果不能，那只能证明购买的公司股票质量并不好或者买入价格太高。购买优质公司的股票可以让投资者每天都能睡个好觉。

中国股市上市的公司越来越多，相关股票对投资者的困扰也会增大。除了股票之外，改革开放之后金融也全面快速发展，到 2016 年，投资者投资的选择也变得多元化。市场上有很多理财产品可供选择，投资者可以投资债券、基金以及很多金融衍生品。改革开放以来中国资本市场发展速度极快，通常发展的速度越快产生的问题就会越多。经过 20 多年的快速发展，中国资本市场出现的监管不力和金融诈骗问题也层出不穷，发展的速度越快，出现的新问题也会越多，因此中国资本市场的完善还有很长的路要走。在快速发展的市场中投资者需要有良好的甄别能力，远离高风险金融产品。资本市场经过 20 多年的发展，整体来看还是一个非常年轻的市场，一时还不能形成成熟的投资文化，因此股票市场经常出现坐庄、操纵和炒热点的现象，目前中国股票还是一个投机氛围非常强烈的市场。但随着资本市场的发展，从投机市场向投资市场的转变是必然的趋势，当下中国投资者需要做好投资思维模式的转变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 股票市场

第1节 股票市场的功能

股市是一个资源配置的场所，也是一个优化资源配置的金融工具。“金融”指的是资金的融通，是一个把有余钱和需要资金的机构或者个人链接起来的通道，融出资金的是投资，融入资金的就是融资。金融市场把融资分为两大类，分别为直接融资和间接融资。例如银行贷款是间接融资，股票市场融资是直接融资。银行是实现储户资源和企业联通的中介机构，而上市公司发行股票直接面对的是投资者，所以叫作直接融资。

银行和股票市场承担了主要资源配置的功能，资金本身就是一种资源，资金的流向原本就是一个资源配置的过程。单从货币来看资金并没有什么特殊意义，但货币本身就是一种对资源调配的权利凭证。例如货币大量流入房地产企业，那么证明房地产企业占用的资源多一些。资源流动本身有从低效行业退出流入高效行业的倾向，在过去是银行主导资源配置的时代，银行决定了资源的去向。但从本质上来说，银行这种对资源调配的权利来自于储户的让度。当所有人把资金放到银行，那么银行也就集中了资源调配的权利。当银行有决定资源流向的权利之后，银行也就获得了甄别行业好坏的权利。银行认为某个行业前景好，那么就多贷一点儿款；如果银行认为某个行业是夕阳行业，那么就少贷一点儿款或者不贷款，这样就实现资源从银行认为的夕阳行业转移到朝阳行业。但是银行这种对夕阳行业和朝阳行业的甄别是由少数人决定的。尤其是在中国，中国4大银行囊括了大部分储户资产。但是决定资源去向的人相比于中国14亿人口来说终究是少数的，而由少数人来决定资源的去向往往是容易出错的，并且很难对所有行业和企业有深刻的了解。

这种由少数人决定资源去向的方式很多时候会造成资源的浪费，例如因为主观意愿让资源流向自己偏爱的行业或者企业，但是这个行业或者企业也许是低效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。对高效行业甄别权的集中容易导致失误，而且这种权利越是集中，那么失误所带来的破坏力就会越大。

改革开放之后，政府立足于建立社会主义市场经济，逐步把对资源调配的权利释放给市场，于是银行变得更加自由。并且在 1990 年和 1991 年分别建立了上海证券交易所和深圳证券交易所，直接融资在资本市场的作用变得越来越重要。通过直接融资的方式来优化资源配置，通过股票市场来配置资源。直接融资有利于人民自己决定资源的流向，有效防止资源配置权利的集中。

在股票市场，股民觉得这家公司好，那么他就会买入这家公司的股票；如果觉得这家公司不好，那么就会卖出这家公司的股票。而一家公司好与不好会由一系列的判断标准来衡量，每个股民的判断标准都不一样，所以选择也会不一样。但在很多情况下股民的判断会显得高度一致，如果一家公司的利润水平很高，那么大部分股民都会说它好，就会去买它的股票，那么它的股票价格自然就会高，例如贵州茅台就是中国股民公认的好股票。而高股价对这家好公司来说一方面是对公司价值的认可，另一方面又能以较低的代价从股票市场融到资金帮助公司进行发展。例如好公司可以很容易地获得增发股票的权利，而且只需要发行不多的股票就能融到足够多的资金，从而不至于严重稀释公司的每股收益。对于一家差公司来说，本身就不容易获得股票发行的权利，就算公司发行股票，但是由于公司质量比较差，所以不得不以很低的价格发行，也即是低价出售公司资产，这是投资者用脚投票的结果。投资者会争相购买好公司的股票，会统一卖出差公司的股票，这样资源就会从低效的公司流向高效的公司，这就实现了资源的优化配置。只有一个好公司才会是高效率的公司，没谁会说一家效率低下的公司会是好公司。当人们争相卖出一家差公司的股票时，那么这家公司的股票价格就会快速下跌。在美国，如果股价长期低于 1 美元，那么这家公司就会被迫退市，这就是被无数股民抛弃的结果。既然股民们用资金投票决定这家公司是一家差公司，那么差到一定的程度这家公司就已经失去了上市的资格，而这种程度的衡量标准就是股价低于 1 美元。在中国，如果上市公司经营连续亏损 3 年，那么就有可能被退市。就算公司不退市，一家连续亏损的公司长期来看是不受欢迎的。

尽管每个人对好公司的判断标准并不完全相同，但确有惊人的一致。比如人们会普遍对医药行业看好，或者普遍对互联网科技看好。当人们感受到某一项新兴科技正在改变人类的生活，或者发现人们对某一个行业的依赖性越来越强，并且这个行业的企业利润很高。那么人们就容易达成普遍的共识，一致看好该行业。投资者一致看好该行业的后果就是该行业股票价格集体被推高，最终容易形成行业泡沫，例如 2000 年前的互联网科技泡沫。所以说并不是所有人一起做的选择就会完全正确，有时候大家一致的看好容易带来全民疯狂，就像法国约翰·劳主导的密西西比公司股价的疯狂一样，同样的例子还有英国南海公司股价泡沫的破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灭。这些疯狂的行为所导致的结果又被视为市场失灵，这是价值规律在资源配置过程中的过激表现。而这种股市大起大落背后所表现出来的就是经济周期，但这并不否定市场对资源的配置作用，只不过是让社会经济变得震荡前行。人们对股市的看法越是一致，股票价格越是容易过激反应，但无论价格如果反应，价值规律始终会起作用。

市场总是出现很多不理性行为，但有时候对某些观点会达成高度的一致，例如投资者应该卖出差公司的股票，买入优质公司的股票。让差公司退出股票市场，让好公司在股票市场融到资金，这是股票市场的基本功能。如果说一个股票市场让实现这种资源优化配置的功能受阻，那么这就是一个低效的市场。股市对资源配置的功能越差，那么这个市场就会越低效。在中国，会发现一些现象，有的公司好，但没能上市；有的公司差，但没有退市，这就是股市资源配置功能受到阻碍的现象。如果一个股票市场不能很好履行资源配置功能的职责，那么这个股市投机性就越强，既然资源配置功能本来就弱，那么还怎么去投资？因此为了优化股票市场对资源配置的功能，中国政府长期以来都在改革中前进，这是需要时间的，例如 2015 年在讨论注册制改革问题。

中国注册制改革不在乎是让股价跌破 1 元就让股票退市的问题，因为本来就几乎没有股票跌破 1 元。改革的目的是让好公司融到资金，让差公司退出市场，让股民能投资到优质公司的股票，让股民获得丰厚的回报。只要敞开市场，让公司自由决定上市，让投资者决定哪些公司是差公司，辨别哪些公司是好公司，那么这才会是一个良性的市场。尽管股民对公司判别的标准并不一样，但对好坏的认知是大体一致的。而现在中国的改革还有很长的路要走。

从我国改革的历史来看，我们讲求的是实事求是，摸着石头过河，所以我们选择了渐进式的改革方式，但效果却明显好于那些采取休克疗法和采用华盛顿共识改革的国家。因此多年来，中国改革形成了一套实事求是和渐近式改革的思路，并取得了不错的成果。而这一套思路一直在影响后世的改革，例如一开始的沪港通，虽然说实现了互联互通，但还是有很多限制，是在很多限制条件下形成的，这是中国循序渐进的改革思路所致的。所以就算实行注册制是目的，但过程依然很可能是渐进的，例如政策一点点地放开，最后实现注册制。因此中国注册制的改革一开始很可能会是一个不完全的注册制，但目的只有一个，那就是完善股票市场对资源配置的功能，营造一个良好的投资环境，所以注册制改革是大势所趋。完善股市对资源配置的功能，中国还有很长的路要走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2节　经济晴雨表

股市是一个样本空间，而上市公司就是这个空间里的元素，股票市场整体的状态决定于所有上市公司的表现。股价的高低决定于上市公司的资产状况和盈利能力，而不是其他什么东西。当公司的盈利能力增强，那么股票价格自然上涨，反之则下降。在中国，很多人会说股市的涨跌与公司盈利能力的变化无关，而是决定于是否受到主力的青睐。实际上这是一种对股市认识不深的看法，首先公司盈利能力下降与股价上涨的逻辑是不通的，而所谓的股价涨跌是由主力控制这仅仅是表面现象。如果公司盈利能力差到导致公司破产，那么主力纵然有天大的能力也不能令毫无价值的股票代码价格持续上涨。因此公司股价的涨跌必然与公司的盈利能力呈正相关，尽管相关度并不是一定很高，例如股价与每股收益是呈现正相关的。

有时候所有公司的盈利会普遍增加，而有时候所有公司的盈利能力会普遍下降，而这种盈利能力的整体变化所体现出来的经济规律叫作经济周期。当社会投资热情高涨，经济向好，企业盈利能力普遍增加，那么股市的表现是一段浩浩荡荡的牛市。相反，当牛市不可维持，当泡沫破灭之后，社会消费紧缩，投资热情下降，那么随之而来的就是漫漫熊途。当经济进入到萧条区域之后，上市公司的盈利能力会出现普遍下降。上市公司的盈利能力出现普遍下降又会反过来刺激股市下跌。

股市崩溃之前通常都会有一段巨大泡沫堆积的过程，而泡沫是股票增长超过经济增长的部分。泡沫意味着价格高于价值，如果一个人够理性，那么就不去购买价格高于价值的东西，那么也就不会有泡沫。那么为什么会有泡沫？难道是人们都不理性？为什么人们又会不理性？

理性是当有多个选择方案时，每个人都会选择认为对自己最有利的那一个方案。但是个人的理性并不等同于社会的理性，当一个人选择对自己最有利的方案时也许这个方案对社会是有害的，比如说公共放牧问题。假如有一块草场，牧民可以免费在草场上放牧。但是当放牧量达到一定的程度就会破坏草场，牧民也知道放牧的量不能再增加了。但是对于牧民来说还是会选择增加放牧量，因为自己增加的量很少，相比于总体来说不是很大。反正放牧也是免费的，放牧带来的收益是自己的，那么不放白不放。尽管牧民心理明白增加放牧是有害的，但是出于个人的理性还是会去放牧。因此社会的理性与个人的理性很多时候是不一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个人做出自己认为对自己最有利的选择时，也许这个选择本身是不对的。理性选择并不是说投资者做了对的选择就是理性，理性选择并不等于正确的选择。例如公共放牧问题，当在公共牧地上放牧达到饱和时，放牧者明知道增加放牧是不对的，但是出于个人的利益他还是会去放牧。例如在股票泡沫堆积巨大的时候，如果继续买入股票推升股价很可能会导致股市崩溃。尽管人们也知道股票有泡沫，但是股价只要还在涨，那么买入股票都是有利可图的，那么买入股票对个人来说就是最好的选择，尽管最后会有人买单，但只要不是自己就好。明知道在股市泡沫堆积时买股票是不对的，但股民看到股价上涨有利可图时还是会去买股票。因此理性选择并不等于正确的选择，所谓理性只不过是说股民在面对投资选择时会选择自己认为最正确的方案，也许这个方案本身是错的。另外一个是有时候个人在做选择时由于信息了解不充分，那么他所选择的方案也许并不是最优的。因此股市会因为人的贪婪导致社会普遍不理性选择的发生，而这种不理性的选择就会导致泡沫堆积。

牛市的末尾是以泡沫的破灭来结束，牛市形成于经济复苏之初，大盛于经济繁荣的时期，牛市中投资者的信心与股市的上涨会相互促进。投资者相信未来经济增长会挤掉泡沫，但通常信心的增强会导致对经济增长的高估。例如在 20 世纪 80 年代到 90 年代这段时间，日本股市和地产价格快速上涨，而且人们认为土地是永不贬值的资产。当时东京 23 个区的地价总和甚至达到了可以购买美国全部国土的水平，这就是典型的疯狂。例如在一次股市强势上涨时，资金不断地寻找投资通道。有人就提出集资抽干红海的海水寻找古埃及法老扔在海底的宝藏。类似的疯狂还有荷兰的郁金香泡沫、法国的密西西比泡沫和英国的南海公司股价泡沫。通常这种巨大的泡沫破灭带来的影响是非常严重的，例如 1929 年美国股市泡沫破灭导致美国经济进入了 10 年大萧条。据说 1929 年 10 月 24 日美国股市大崩盘，一个小时内，11 个投机者自杀。因此理性投资是非常重要的。

股票越是上涨，投资者看涨的信心越是坚定，而股票上涨通常比经济的增长要容易得多。经济增长的极限会受到社会可投入资源的限制，但是股市只要有钞票，那么上涨就可以维持。所以泡沫增长的极限是资金可维持的水平，当资金不可维持股市继续上涨的时候，股市泡沫必破，而泡沫破灭通常会由一些或大或小的事件引发。但实际上根本没多少人能搞清楚导致股价上涨的直接原因和下跌的直接原因是什么，按照诺贝尔经济学家罗伯特 · J · 席勒对 1987 年黑色星期一的研究发现，实际上人们根本不知道到底是什么原因导致了股市的暴跌。

当股票进入泡沫区间之后就会形成博傻游戏，股民认为股市有泡沫，但是股价涨就能赚钱，于是就会走入泡沫与赚钱不违背的思维怪圈。最后国民的疯狂就会把股市当成击鼓传花游戏，此时股市与经济几乎脱节。

有人鼓励购买高市盈率和高市净率的小盘股，理由是只有股票被看好市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和市净率才会高，加上盘子小就是供不应求。这是完全错误的想法，因为股票市场不能单纯的通过供求关系来反映价格，如果公司没有任何资产，那么无论股票供给量有多稀少也不会导致价格上升。股票价格所反映的是公司资产和影响资产变动因素的价格，股票市场所反映出来的供求关系本质上是反映公司资产的供求关系。每一家公司都是不一样的法人单位，所以每一家公司所拥有的资产也不可能一样，那么也就意味着一家公司可供出售的资产非常有限，所以把股票市场的供求关系移植到公司资产的供求关系那么便可以成立。尽管公司间的资产有差别，但是对于同行业的公司来说通常资产的差别不会很大，比如两家百货公司。如果说两家公司的资产相似度高，那么就存在替换性，就像如果可口可乐的价格过高那么可以选择喝百事可乐。另外一些资产是不可替代的，例如贵州茅台的资产，茅台酒只能在贵州茅台镇酿造。但对于这些稀缺资产来说，假如说价格在高得非常离谱的情况下还用供求关系来衡量的话这不就是为了获利的问题了，因为这时候买入股票获取股息已经全然没有意义。抛开股票不谈，如果说要以非常离谱的价格购买公司资产，但是又不是为了以获取公司资产收益为目的，那么这只能归结为收藏问题，或者还有其他目的。就像古董一样，如果高价购买资产只是为了某些特殊癖好，那么本身就与投资股市是背道而驰的，而且收藏要建立在不在乎价格波动的基础上，否则就不会以高价购买。当股价高到股息收益都可以忽略的时候股票接下来的价格上涨更没有基础。因此当一家公司资产价格过高，那么投资者大可以去购买其他公司的股票，而并不是说市盈率和市净率越高的股票越值得购买。

当股价失去上涨支撑的基础，那么接下来股价的波动就会不稳定。而泡沫的破灭通常又是伴随经济危机的发生，从而导致股市与经济之间形成螺旋式的向下波动。牛市结束以后到下一次牛市的形成有两种途径，一是经历长期萧条之后形成牛市，二是快速形成第二次牛市。

从历史上的经济危机来看，过去危机一旦发生就会持续很长时间，例如1929年的大危机。为什么经济会长期萧条？首先，股票下跌必然导致赚钱效应消失，市场参与度不高，尽管股价已经很低，但买的人还是很少。其次是萧条会使投资者对经济过度失去信心，股市越跌信心损失越大，尽管经济并没那么糟糕，但总是被人们夸大，因此经济危机演变成了信心危机。在萧条市场中投资者很难达成什么时候会走出萧条的共识，这是赚钱效应缺乏的根源，也是参与度不高的根源。改变这一方法的方式是经济刺激。

2008年发生金融危机，于是股市暴跌，可是暴跌之后快速进入2009年的牛市，因为中国有4万亿刺激计划。美国同样危机之后股市快速上涨，并且创出新高，因为有量化宽松的货币政策。反观历史，如果没有大的经济刺激计划，那么股市进入熊市之后就需要很多年的时间来消化利空因素的影响。例如1929年的股灾，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去自由市场经济学说的影响下，政府一向迷信市场看不见的手会自行调节经济，政府的干预只会导致经济更糟糕，所以 1929 年的股灾导致了 10 年经济大萧条，直到二战罗斯福新政才得以改变。经过 1929 年的市场失灵之后，凯恩斯经济学开始兴起，凯恩斯之所以伟大并不是因为他的学说有多高明，而是因为凯恩斯提出的干预经济刚好符合当时的市场需求，直到现在很多人还认为《通论》是一本晦涩难懂的书。凯恩斯经济学出现后才让政府这只手在经济危机中发挥更大的作用。回顾历史，股市从熊市转变为牛市，如果要实现快速转变，通常要有大的经济刺激，否则就会很慢。

世界经济尽管走走停停，但整体还是在震荡中前行。股市尽管大起大落，但整体还是与经济增长同步，股市与经济的关系是"一荣俱荣，一损俱损"。尽管有时候股票指数会跑在经济的前面，有时候又会跑在经济的后面，但整体来看与经济是正相关的，所以说股市是经济的晴雨表。股市之所以是经济的晴雨表，这是因为上市公司是股市的细胞同时也是国家经济的细胞。很多人说中国股市与中国经济是不相关的，那是因为对股市的认识不深。中国股市因为投机原因常常导致指数大起大落，但整体来看还是向上的，整体与 GDP 还是呈现相当高的相关度。1990 年上证指数也就 100 点，而到 2015 年指数能够上涨到 3000 点，这已经是非常大的涨幅，从 1990 年到 2015 年上证指数年均增长 14.6%，这与中国的经济高速增长是吻合的。如图（图 3-1），中国上证指数与 GDP 整体还是协同向上的。因此股市是经济的晴雨表这是没错的。

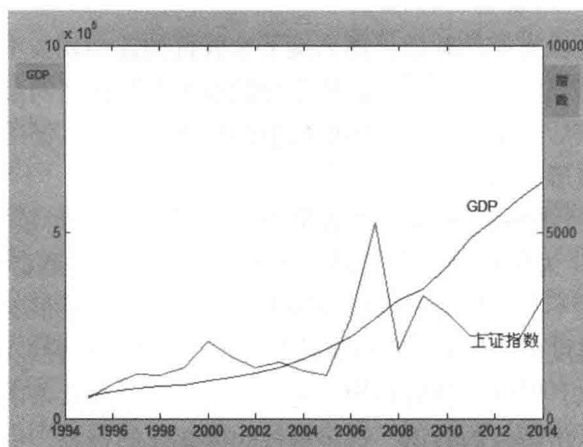


图 3-1　中国上证指数与 GDP 走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3节 监管者

社会进入资本主义之后普遍崇尚自由经济，尤其是《国富论》出版之后人们普遍认为市场自行做出的选择才是最优的，这样的观点到1929年大萧条后开始崩溃，于是凯恩斯学说崛起。新学说改变了过去放任市场自由发展的观点，认为有形的手应该在市场失灵的时候有所作为，政府有烫平经济之责。于是政府的干预和监管一直贯穿之后的股票市场，政府有维护市场公平、稳定的责任。在股票市场，证监会在监管中起到了核心作用。

监管的目的首先是要发挥股市对资源配置的功能，这是股票市场的基本，金融业又叫金融服务业，既然是服务，那么就应该有服务的对象，金融服务的对象就是实体经济，金融在发挥市场资源配置功能的过程中具有极其重要的作用。优化股市对资源配置功能的基本目的是让好公司在股票市场融到资金，让差公司退出股票市场，这些资源就会流入到高效的行业和高效的公司，并且资源会从低效的行业和低效的公司撤出。而这一目标的实现同时也能很好的保护投资者，因为这可以让投资者尽可能地买到好公司的股票，让投资者买到好公司的股票是证监会监管责任之所在。监管的另一个目标是公平，这是裁判者本身应有的职业准则，实现公平之后才是维护市场的稳定。

维护市场公平是保证股市发挥对资源配置功能的基础，如果监管者监守自盗，以权谋私，那么就会让差公司上市或者阻止差公司退出，这既是对投资者的损害也是对资源优化配置的损害。而维护市场的公平的关键在于严刑峻法，让市场运作透明。所以韩非在其《韩非子·奸劫弑臣》说："夫严刑者，民之所畏也；重刑者，民之所恶也。故圣人陈其所畏以禁其邪，设其所恶以防其奸，是国安而暴乱不起。""公平"是股票市场得以发挥其资源配置功能的基础，而法律是维护公平的基本手段。法律的目的在于维护社会关系，法律本身就是一套公平的准则，所以说法律面前人人平等。正如韩非所说："刑过不避大臣，赏善不遗匹夫。"如果一套法律体系是不公平的，是恶法，那么推翻法律就是一种义举。

维护公平不能靠发自内心的善良，正如《商君书·画策》所说："仁者能仁于人，而不能使人仁。义者能爱于人，而不能使人爱。是以知人义之不足以治天下。"因此法制可立，为官者是人，是人就会有私欲，有私欲就可能存在以权谋私的动机，而"法"就是控制私欲的工具。社会是由大量的人群组成的，社会关系就是个体之间的相互关系，在鼓励个人积极进取的同时又不要伤害周边的人，那么就需要一套奖惩制度。所以《韩非子·八经》里说："凡治天下，必因人情，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人情有好恶，故赏罚可用，赏罚可用，则禁令可立，而治道具矣。”

法律是维护公平的基本手段，事事有法可依，人人依法办事，那么在良法的带动下社会自然会良性运转。官员权力的形成来源于人民权利的让度，应该以一个公平裁判的身份行使权力而不应该夹杂其他感情。所以黄仁宇说：“在君子的精神世界里，出仕做官仅仅是取得了为国家尽忠、为百姓办事的机会。一个人如果出于牟利，他可以选择别的职业，或为农，或为工，或为商。如果为士做官，则应当排除一切利己的动机。”[1]如果带着私欲对股票市场进行监管就会阻碍资本市场的良性发展，而公正不阿应该是每一位监管者应具备的条件。

监管者要依法办事，并且自己本身也是法律体系下的当事人。法制社会的要求是人民有足够的法律意识，法律的基本功能在于“保护”，能够保护市场良性运转的法则就是“法”，才会受到社会的普遍接受。如果说一项法律会破坏市场的良性运转，那么当法律不仁时抵抗法律就是一种义举。恶法并不是真正的法，因为它不能被普遍接受。正如《淮南子·主术训》所言：“法生于义，义生于众适，众适合于人心，此治之要也。”“义”是大家都接受的东西，所以才能衍生出法，而大家都接受的“法”就是众适的规则。正如《管子·名法解》里所说：“法者，天下之程式也，万事之仪表也。”既然法是天下运行的程式，是万事的仪表，那么大家是要去遵守的。而大家去遵守的法就是一套良性的社会规则，这一套规则是大家选择的结果。如果立法者立的是一套不公平的规则，那么必将被社会所抛弃，或者这套规则无法实行，或者通过暴力的方式来结束这套规则，例如秦末的农民起义就是一个例子。只有在一套良性规则的运行下，让好公司上市，让差公司退市，那么对投资者和对社会才会有利。

监管者制定的规则要有利于股市对资源的配置，而有利于投机、炒作、操纵的“法”都不是良法。法制相比于其他制度最大的不同在于强制性，而强制性就是杜绝私欲的关键。儒家强调仁政，而这种“仁”是来自于内心的自查，这种自查随意性很强，是不稳定的。所以《商君书》里说：“仁者有仁于人而不能使人仁，义者有爱于人而不能使人爱。是以，仁义不足以治天下。故，杀人不为暴，宽刑不为仁。”法治社会是一种好的制度安排，因为我们不能指望这是一个好人社会，反而，崇尚好人社会是有害的。例如洛克在其《政府论》里说：“越是贤明善良的君主享有的特权就越大。因为人们注意到，他们的行动的总体趋势是为公众谋福利，因为并不计较他们为达此目的而做出的一切没有法律根据的行动。贤明君主的统治，对于人们的自由来说，往往是最大的危险。这是因为，当贤明君主的后继者们以不同的思想进行统治时，也会援引贤君的行动作为先例，作为他们自己特权的依据。仿佛从前只为人们谋福利而做的事情，在这里却成为他们随心所欲地危害人们的权力。”[2]法律就像一个永不褪色的诺言，有着很高的稳定性，而且还有暴力保证这个诺言的实施，因此这才会是市场公平的有力保证。监管者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要做的就是坚守法治，依法行政，这才是对投资者和上市公司最大的公平，股市对资源的配置功能才能有效发挥。

公平公正是保证股票市场有效配置资源的基础，但并不是任何一套制度都能永远地适用于股票市场。股票市场在不断地发展，监管的制度也在不断地变化。过去监管的制度能够有效地发挥市场对资源的配置作用，但是在未来就会未必适用。因此监管者不光只是坚守法治和维护市场的公平，而且还要不断进行制度调整，让制度始终能够让市场发挥最优的资源配置功能。例如在过去，政府采取的是自由经济，但是在 1929 年发生金融危机之后，政府开始采用干预市场的手段和烫平经济的方针。1929 年之后，股市崩盘导致风险集中释放，大量企业破产，防控风险又被提到一个新的高度，于是出台了《格拉斯—斯蒂格尔法》，美国金融业开始了分业经营。而到 1999 年《GLB 法》通过后，分业经营又再度结束。因此金融制度并不是一成不变的，而制度变迁背后的诱因是利益，当制度改变带来的利益大于制度改变的成本，那么监管者就应该改变监管制度。

制度变迁的目的是使制度更为符合当前市场的需要，如果当前的制度有碍于股市对资源的优化配置，那么就应该进行制度改革。制度变迁所表现出来最激烈的方式是革命，一种自下而上的制度变迁。只有当社会制度使社会效率损失到极致，人民才会以流血的成本来改变它。还有另外一种制度变迁的方式是自上而下的改革，这通常是一种比较温和的方式，是管理层意识到改革对自己有利或者在人民的作用下倒逼改革。制度主义经济学家诺斯认为：“当制度变迁带来的收益大于制度变迁的成本时，那么制度就会发生变迁。”监管层只有不断调整制度，让监管制度在任何时期都能够很好地发挥股市对资源的配置作用，那么才会实现社会利益的最大化。因此监管者不光是要维护市场的公平和稳定，还要不断地进行制度调整，才能适应新时期股市的变化，也才能充分发挥股市对资源的配置功能。

中国监管层经常表示，要让股市服务实体经济，而对投资者的利益保护相对弱一些。股市服务实体经济更多是改革开放所造成的，只要能让经济这辆高速列车继续奔驰下去，那么做出一些牺牲也是可以的，所以经济学经常说“效率优先，兼顾公平”。经济良好的运行是需要平衡各方的利益的，否则不可长久。尽管政府一直强调让股市服务实体经济，事实上只要股市服务好了实体经济，那么自然也就实现了股民利益的最大化，这实际上是相通的。股市服务好实体经济就意味着股市达到了配置资源的最优状态，那么监管者也就实现了向股民提供优质投资标的的目标。

对于股民来说，由于股市投机氛围强烈，从而导致股票价格大起大落。在投资资金不足的情况下股民普遍亏损，因此有些股民总是对当前交易制度不满意，把中国股市与外国股市相比总认为别人碗里的才是最好的。因此一些股民经常抱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怨中国股票市场的不好，加上和平年代人们总是需要生活的兴奋剂，所以有些股民总是要求改变，总感觉当前的是不好的。实际上从 1990 年以来投资很多股票都是有很好收益的，而且上证指数从 100 点涨到 2015 年的 3000 点总体也涨了不少。伴随中国经济的高速增长，实际上中国股市也在以非常高的速度前进，无论是整体市值还是指数的向上都体现了中国经济改革了不起的成就。

证监会在股市扮演的角色是裁判者和规则的制定者。作为裁判者，证监会要维护市场公平；作为规则制定者，证监会要是实现股市对资源优化配置的作用。实现股市对资源的优化配置也就保护了投资者的利益，而长期要使这种最优状态得到维持就需要适时适度的调整制度。所以《淮南子》里说："不宜则废之；末世之事，善则著之。是故礼乐未始有常也。"意思是说不适宜的制度就要废除；近代的治国方法，如果是好的，那么就继承发扬下去。所以制度从来就不是一成不变的。我国资本市场建立时间短，经验浅，因此完善股市对资源配置的功能还有很长的路要走。而在中国改革的历程中形成积累了很多实事求是的宝贵经验，这是非常有利于中国未来改革向前推进的。

参考文献：

【1】黄仁宇《万历十五年》
【2】洛克《政府论》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　投资行为

第1节　投资方法

投资本身是一种行为，而行为是一个人思维的表达，所以言行本来就是统一的。所以明代心学大师王阳明说要知行合一，知而不行非真知。投资行为是建立在一套投资思维模式之上的，在做交易决策之前必先对投资标的进行分析，否则就不存在交易的理由。因此买入股票是分析股票之后的结果，分析在决策中起了主导作用。因此对投资方法的讨论更多是基于投资思维方式来进行，而分析股票的能力就是一种辨识优秀公司的能力。

目前在市场上对股票的分析方法主要分为技术分析和基本面分析两派，区分技术分析和基本面分析的根源在于交易的立足点。技术分析主要基于股价的波动而获利，基本面分析主要基于公司的投资价值而获利。不同出发点之下分别衍生出大量的交易理论，但很多理论殊途同归，本源都是一样的。

技术分析的立足点在于价格波动，价格上下波动仿佛就是历史的不断重演。于是让人感觉有迹可寻，人们总认为尽管历史不会简单地重复，但却有惊人的相似。技术分析很多主要体现在各种技术指标和趋势线的运用，通过研究各种技术指标，我发现指标都是时间、价格还有成交量的结果，指标与时间、价格和成交量仅仅是一种函数关系。这种函数关系并不能作为预测的手段，尽管指标和价格会表现出非常规律的变化，但是不可能通过这种规律来获取利润，它们仅仅是自变量和因变量表现出来的价格现象而已。当我们利用这种规律去预测价格变化时，事实上时间已经发生改变。当自变量“时间”是未来的时间，那么价格完全就会成为未知数，指标也一样会发生不可预测的改变，而体现出来的结果就是指标滞后。如果抛开一切不谈，只关注价格的波动，寄望从这种规律中获取利润，这就像永动机一样不需要任何实质的付出就能收获，从根本上就已经违背自然规律。投资本身是参与社会剩余价值分配的过程，技术图表本身是不会创造出财富的。

与技术分析相对的是基本面分析，基本面分析的根基在于企业的价值，以基本面分析作为决策基础是价值规律的外在体现，运用基本面分析多的投资者又被视为价值投资者。价值投资本身就是一种顺应价值规律的交易行为，从历史来看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值规律是人类千万年总结的结果，它既然能够经久不衰，我想它是值得坚持的。从根源来看，价值规律是人类理性选择的结果。中国历来养成一种“顺天者昌，逆天者亡”的哲学思想，按照规律办事才可事半功倍。所以道家主张无为而治，“无为”并不是说不作为，无为指的是不违背自然规律行事。股市投资的基本面分析主要运用于价值投资，基本面分析究其根本就是选择购买价值低估的股票，卖出价格高估的股票，这就是一个顺势而为的过程。

第 2 节　投资分析理论

当今主要投资派别分为价值投资派和技术分析派，价值投资着眼于股票价值，技术分析着眼于价格现象，不同的出发点导致采用的分析理论存在很大的区别。相比于人类历史，股票历史很短，投资分析理论的历史就更短。

按照中国证券业协会的定义，证券投资分析是指人们通过各种专业分析方法，对影响证券价值或价格的各种信息进行综合分析以判断证券价值或价格及其变动的行为。证券投资理论的发展大体分为三个阶段：第一个阶段是在 1950 年之前，这一阶段的证券投资分析理论被视为早期阶段。股票市场产生之初，投资文化并不成熟，市场投机性非常强，尽管存在一些离散的投资思想或者投机思想，但还是缺乏比较系统的证券投资理论。第一阶段中比较有代表性的投资理论有路易·巴舍利耶的《投机理论》，巴舍利耶是现代量化金融理论的奠基者，巴舍利耶认为证券价格变动具有随机性，因此短期股价波动是非常难以把握的。自拉格纳 · 弗里希和简 · 丁伯根建立计量经济学以来，计量经济学快速发展，经济学和金融学被一些人视为精确科学，计量金融的核心就是数学在金融学里大量运用并试图得到精确的结论。因此现在对世界前沿金融理论表述普遍运用大量的数学知识，以图达到高度精确的结果，但有时候精确性和实用性是不一致的，对于普通投资者来说只需要把握住简单的价值规律购买优质公司的股票就可以了。

从短期来看路易 · 巴舍利耶是对的，证券价格走势确实趋近于随机波动。有人认为证券价格短期来看会受到大量消息的刺激，因此短期价格的波动是有规律可寻的，关键在于对消息的把握上。但实际上消息本身也是不确定的，证券价格确实会受到大量消息刺激，但由于消息本身有很多，而且对价格刺激的量有多大也没法确定，更何况在什么时候会产生什么消息也是完全未知的。因此短期也可以认为消息的出现也是随机的，对股价的刺激也是随机的，因此短期股价波动也是随机的。但从长期来看股价波动并不是随机的，因为证券价格本身背后所代表的是某种资产的价格，证券价格的变动会受到这种资产状况变化的影响。就拿股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票来说，决定股票价格的根本是每股净资产和公司的盈利能力。如果公司每股净资产能够稳步高速上涨，那么从长期来看，股票价格的波动就不能简单地用随机波动来解释了。如果公司每股净资产继续稳定上涨，那么公司的股价也会在跌宕中上行，公司净资产的增长会成为推动股价上涨的核心因素。长期来看公司净资产的增长并不完全是随机的，更多时候是来自于公司经营的积累。例如公司的业绩长期来看都很好，公司的产品很受市场欢迎，那么长期来看公司的资产是可以实现快速积累的。当公司净资产和每股净资产持续上升，那么股价上升也是必然的。例如贵州茅台，由于公司经营业绩非常好，公司的每股净资产从 2006 年的 6.42 元上涨到 2015 年的 50.88 元，公司的每股价格从 2006 年的 87.83 元每股上涨到 2015 年的 218.19 元每股。长期来看推动每股价格上涨的是每股净资产，因为股价是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格。而每股净资产的变动并不是随机的，因为只要公司业绩足够好，那么公司的每股净资产是可以持续被推高的。例如茅台酒长期以来都是很受欢迎的产品，因此公司的经营是可以持续推动公司的每股净资产上涨的。公司每股净资产的变动是由公司的业绩造成的，而公司业绩对公司每股净资产的影响是一个长期的过程，短期来看公司的每股净资产是稳定的。因此短期来看股价的波动可以看成是随机的，但长期来看股价的波动是由公司的每股净资产推动的。2016 年 8 月 27 日 A 股价格与每股净资产相关系数为 0.4858，风格板块里的大盘股股价与每股净资产相关系数为 0.7120，可见公司股价与每股净资产是呈现正相关的，公司每股净资产增长能够推动股价的上升。近些年来，量化金融运用在投资上产生了量化交易，但事实上短期来看精确的计算结果很难增加获利的机会，风险和收益是内生于金融产品本身的。例如股票，股票的风险内生于公司的经营和股价的高低，而不是短期的价格变化。

在金融理论发展的第一阶段，其中一个影响力非常大的人物是本杰明·格雷厄姆，其倡导的价值投资对后世有深远影响，其代表作是 1934 年出版的《证券分析》一书。格雷厄姆是当代投资大师巴菲特的老师，巴菲特对格雷厄姆的投资理论也大加推崇，格雷厄姆也因此被视为价值投资之父，《证券分析》一书被很多投资者视为投资界的圣经。格雷厄姆投资理论的核心就是注重对公司股票价值的考量，从而寻找价值严重低估的股票进行投资。在基本面分析派里，格雷厄姆的价值投资理论占有极其重要的地位。但事实上其理论在学术界的影响并不高，格雷厄母的分析理论相当实用，但并不能形成一个完善的分析体系，更多的是一些离散的财务分析知识，因此格雷厄姆的价值投资在学术界里的影响力是相当有限的。

证券投资理论发展的第二阶段是 1950 年到 1980 年，这时期的证券投资理论被视为经典投资理论时期，相关投资理论成为了当今投资界的显学，奠定了现代投资理论的基础。比较重要的投资理论有马柯威茨的资产组合理论（MPT），诺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔经济学奖得主托宾的分离定理，资本资产定价模型（CAPM），史蒂芬·罗斯的套利定价模型 (APT)，布莱克和休尔斯的期权定价理论，证券市场竞争性均衡理论，资本结构理论，随机游走理论，有效市场理论，等等。这些理论构成了当今金融学的主流，对相关金融产品进行了相当系统的分析。但对很多股民来说，很多主流理论看起来是晦涩难懂的，而且很多假设条件是非常苛刻的，所以实用性明显要弱得多。例如马科维茨的投资组合，很少有股民有足够多的资金去搭建复杂的投资组合，而且建立投资组合的成本也会很高。这些主流投资理论是一套相当完善的系统知识，更适合读书人在学术上交流，理论中的很多假设条件与现实存在着非常大的偏离。例如一些理论中假定公司分红收益和市场利率是稳定的，按照这一不变值来计算股票的价值，但实际上公司的分红和市场利率不可能是不变的，很多时候公司的分红是大幅度波动的。例如中国神华 2014 年的每股分红为 0.74 元，而到 2015 年中国神华的每股分红仅为 0.32 元。

马科维茨用方差作为股票风险的量化指标，对于一个投资组合而言，单个证券的风险大小也即是方差并不重要，关键在于单个证券对投资组合总体风险和收益的贡献。托宾将证券分为两类，分别为风险资产和无风险资产，投资者应该在风险资产和无风险资产间进行合理配置。从 1964 到 1966 年，威廉·夏普、约翰·林特耐还有简·摩辛提出资本资产定价模型（CAPM），资本资产定价模型把证券投资收益视为无风险收益与该证券承担系统性风险而形成的风险溢价两部分之和。马科维茨和威廉·夏普也在 1990 年因在投资理论上的贡献获得诺贝尔经济学奖。

套利定价模型的提出者史蒂芬·罗斯认为证券收益受到很多因素影响，可以表示为多个因素收益的线性组合。价格随机游走的代表人物奥斯本提出随机漫步理论，他认为股价的变化类似化学中的布朗运动，这和路易·巴舍利耶的观点是一致的。同样，这一理论在短时间内是成立的，但是从长期来看证券价格并非随机，因为证券价格代表的是某种资产的价格，长期来看证券的价格会随着资产状况的变化而变化。例如公司经营的业绩非常好并且具有垄断利润，那么公司的股价长期来看会伴随每股净资产的上升而上涨，股价长期来看波动就并不是随机的，长期来看会不断上升。相反，如果公司业绩不好，那么公司的经营会不断地消耗公司的资产，最终导致股价不断下降。

金融理论发展的第三阶段是 1980 年至今，主要代表有卡尼曼和特维斯基的行为金融理论，其中卡尼曼在 2002 年获得诺贝尔经济学奖。现代金融理论普遍都存在数学知识大量运用的特点，特别强调数学模型的搭建。数学是一门严密的逻辑语言，而这门严密的逻辑语言对当今的金融或者经济学者来说非常重要。经济学或者金融学理论的本质就是去解释金融现象和经济现象，类似林毅夫的观点，早期的亚当·斯密、李嘉图、詹姆斯·穆勒等大经济学家，用语言的论述已经把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西方社会主要的经济现象讨论得很清楚，可以讨论的新现象越来越少，现在如果只把亚当·斯密等过去的大经济学家讨论过的问题，用语言重复一遍，不会成为亚当·斯密。那么怎么比较哪个学者比较好？只好比较数学技巧。[1]所以现在很多经济学家为了成一家之言而不得不做像凡伯伦一样的非主流经济学家。由于没有太多的新现象可以解释，所以现在衡量一个金融学家是不是好金融学家，只有看他用数学搭建模型的技巧是否高明。因此现代金融理论的发展正不断地朝着精确化、数学化的方向发展。例如 2013 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·J·席勒出版的《市场波动》一书对一般股民来说看起来就让人晦涩难懂，因为如果不具备很高的数学基础，是很难理解里面的数学模型的。值得庆幸的是高深数学知识并不是投资成功的必须，因为价格波动是由很多现象导致的，短期来看也不是数学模型就能解释的。长期来看，股价的波动是受每股净资产的变动所推动的，而了解每股净资产的变动又不需要复杂的数学知识。因此投资模型在学术界尽管有很高的价值，但并不是成功投资的必须。

尽管说主流投资理论越来越强调数学模型的重要性，而数学模型并不是成功投资的必须，但投资者还是应该了解主流的金融理论。为什么要学习主流理论？首先之所以是主流理论是因为这是被大家都接受的理论，有着非常高的普适性。社会精英群体也是按照主流理论来推动社会进步的，因此要了解社会走向，必然要学主流理论。但学习主流理论并不等于一味接受，知识是一种工具，但知识不是学习的目的。所以冯·霍夫曼斯塔尔说：“知识本身并不重要，重要的是知道知识的来龙去脉，而知道如何运用知识更为重要。”学习的目的是为了培养一种思维方式，而培养这种思维方式只有通过学习知识才能达到。所以千万不要把工具当成目的。如果一个人够聪明，能通过他的聪明解决很多问题，那么这个人是可以不需要学习知识，因为他一开始就能做到生而知之，但是大部分人都做不到这一点。

学习投资知识最忌画地为牢，我们经常发现很多投资者会受困于某一个分析领域。知识的创新本身是无尽的，康有为说：“吾学三十已成，此后不复有进，亦不必有进。”正因为画地为牢，所以不合时宜的保皇思想伴随其一生。人们经常用“天外有天”来教导别人不要骄傲，指的是知识的创新和突破的空间是无限的，既然是无限，那么就不会有“第一”。

现代金融发展的历史还相当年轻，相关投资理论还有很大完善的空间。因此我们应当在前人经验的基础上不断总结，不断进行金融理论创新，不断完善金融市场对资源配置的功能。

参考文献：

【1】林毅夫《本体与常无》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 节　投资理论本源

无论是技术分析还是基本面分析，它们都是建立在很多分析理论基础之上的。理论应该是建立在严密的逻辑推理之上的，并且理论推论要和现实是一致的，否则理论就是不对的。林毅夫认为："不管是经济学理论还是其他社会科学的理论或自然科学的理论，都是一个所要解释的现象背后的各种变量之间的因果关系的一个简单逻辑体系。理论是用来解释现象的，是对现象的一种抽象，并不是现象本身。所谓解释现象，指的是理论所揭示的'因'，经过怎样的机制，产生了'果'，这个'果'就是我们观察到的现象。"[1]任何一个理论都不是真理，所以说"道可道，非常道"。理论只不过是真理在一定条件下的体现，但不是恒定不变的。管子说："凡道无根无茎，无叶无荣，万物以生，万物以成，命之曰道。"这句话的意思是说道无根无茎无叶无花，万物因它而生，万物因它而成，所以称为道。事物的道理是主导事物变化本源，而这种道理只能去"悟"而不可说，说出来的必定不是真理本身。因此理论只不过是人们试着从事物某一个侧面去了解事物的手段。如果按照某种严密逻辑推理得出股票价格会按照某种方式走，并且事实证明股价确实是在按照这个推理运行，那么就可以把这种推理当作投资理论。理论只有从事物的本源出发，才能作为指导实践的方法，如果偏离了本源，那自然是不对的。

技术分析的数据来源于过去的交易，但是这种过去的价格变化对未来并没有什么必然联系，因此对这种价格规律的寻找更多的只是个人经验的产物，所形成的技术分析理论很多逻辑是不严谨的。正如哲学家威廉·佩珀雷尔·蒙塔古所言："对于纯经验论者会发生一种最严重的危险，即可能有种种错误与矛盾隐藏在他的各种不同的又孤立的主张里而未被检查和发现出来。"因此单纯按照经验做投资是危险的。而对于基本面分析来说，基本面分析者通常都是从基本的价值规律出发，寻找物超所值的股票进行投资。价值规律是人类理性选择的结果，因此是一种很稳定的规律，如果股价因为不理性行为而出现异常波动，那么投资者以低价买入并且在高价卖出是有利的，正是因为人的理性，所以股价最终会回到其应有的价值附近。

建立理论是为了解释现象，为了尽可能精确地把要解释的现象说清楚，人们普遍会使用数学。有一位数学家说："数学是一种研究工具，它可以为正确的理论服务，也可以为错误的理论披上一层精确的外衣。"数学的运用大大提高了结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的精确性，于是有人提出了经济科学的说法。实际上社会现象是非常复杂的，投资者追求的精确性越高，那么错误的可能性就会越大。所以林毅夫说：“一个理论只能告诉我们，在理论模型的特定假设条件下，‘因’如果变动，对‘果’会产生正的或负的影响，但是理论模型本身不能告诉我们影响的量有多大，这个量要持续多长时间才能完全实现，以及除了理论模型中所导致的‘果’之外，这个因的变动是否还会有其他附带的‘果’，这些‘果’的量有多大，等。”[2] 实际上数学只是一种工具，是一门严密的逻辑语言，运用数学是为了帮助我们以一个更严谨的态度认识社会，数学模型只不过是很多假设条件下的产物。运用数学的目的是为了更精确地解释和了解现象，这仅是一种手段，不能把这种手段当作目的，理论也只不过是帮助我们去理解事物的一种工具。英国哲学家 K·波普尔认为科学理论不断通过有限的、个别的经验事实而被证实，但个别的经验事实都能证伪普遍命题。当建立的理论能够解释当前社会现象，而且背后的逻辑是合理的，那么我们就可以暂时接受它。随着人类对社会认识的深入，假如过去的理论不再能够满足人类对社会现象的解释或者与我们观察到的新现象不符，那么就应该修改或者摈弃这一理论。例如从过去的地心说到日心说，再到我们现在的星系世界，随着人类认识的深入，过去的理论一次又一次地被推翻。再如物质的最小单位从分子到原子再到原子核，之后我们发现原子核还可以细分为质子、中子还有夸克，而最近又提出了超弦理论。这些理论都在不断改进之中，推翻然后再重建。林毅夫说：“一个理论在一种情况下可能是正确的，在另外一种情况下可能就不正确。随着时间的推移，条件约束和目标可能发生变化，我们就应该根据新的情况重新做分析，提出新解释。”[3]

在一生的投资中，形成自己一套独有的分析体系是很重要的，正如巴菲特所言：“要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这样体系造成侵蚀。”这种知识体系可称之为理论，这种理论需要有较高的普适性，否则这个理论就不稳定，或者说根本就是不对的，更不能作为决策的基础。如果这一套理论能够解释价格波动的现象，并且逻辑合理，那么就是对我们有用的理论，也即是还没有被证伪的理论。当证实这个理论是有用的，那么就需要严格地遵守它，防止其受到侵蚀，这就是要做到知行合一。

任何一个理论都不是放之四海而皆准，但理论应有高度的普适性，能够解释发生的现象。但现今市场上流行的很多技术分析理论就像市场上的算命先生，总是给出模糊不清的答案：对了，它说得通；错了，它一样说得通。制度主义学家张五常认为，图表分析就像魔法师的水晶球，分析结果不会比水晶球预测的结果高出多少。但他同时也表示，万事万物都有其规律，只不过尚未被发现。

投资方法如果要达到很高的普适性必然要牺牲精确性，很多时候实用性和精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确性是不统一的，一味地追求精确性必然以牺牲实用性作为代价。所以巴菲特认为他并无能力把握一两年的股价波动，但却知道价格一定会向价值收敛。股票之所以有价格是因为是股东权益的代表，股票交易本身就是公司资产的交易，因此股票交易本身之所以适用于价值规律是因为投资者交易的是上市公司资产。多年来，市场很多投资者之所以亏损的根本原因就是违背价值规律而进行交易，无视公司资产价值，而真正意义上的股票投资是基于公司资产而进行的，而不是公司股票价格的波动。当公司股票价格偏离每股净资产太远，净资产始终会把价格拉回来，这个过程就是价值回归。投资行为的关键在买卖点把握问题，而买卖点把握是不可能被精确知道的，但可以明显地感知到价格与价值的偏离程度，因此只能牺牲精确性以提高普适性。就像我们知道水温是冷是热就已经足够，无须知道是多少度。

股价在短期一两年内波动是毫无规律的，但长期来看价格必然向价值收敛，这是由价值规律决定的。在价格极其容易知道的情况下，此中关键在于价值衡量问题。事实上“价值”二字更多是从定性上来说的，是无法精确计算的，我们最多能从各种因素中去了解一个大致的范围，但绝不可能得到一个大家都一致认可的精确结果。因此我们对价格与价值偏离的讨论上事实上是一个模糊的概念。金融本身属于社会科学，对于社会科学来说，任何因素对股价的影响我们只能得到是利好还是利空，但很难知道这种影响到底有多大。投资者能够感受到一家公司的股票价格到底是高估了还是低估了，但是很难知道到底高估了多少或者低估了多少。所以才会产生投资的艺术。所以对价值投资者水平的衡量很大一部分体现在其对价值衡量的艺术水平上。

投资就是价值规律运用的过程，正所谓“道生一，一生二，二生三，三生万物。”道指的是“规律”，道本是统一的，因为规律本来就只有一个，但是规律是看不见摸不着的，只能体会，所以才会说“悟道”。当我们悟了之后，自然就会按规律行事，只有按规律行事才可能取得成功。投资也一样，投资的规律就是“价值规律”，无论股票价格如何波动，但归根结底都是价值规律在起作用。面对股价的大起大落，投资应该有所为，有所不为，有所为是按照价值规律办事，有所不为是不做违背价值规律的交易。正如孙子所言：“合于利而动，不合于利而止。”只有当交易看起来是符合自己利益的时，那么才应该交易。管子说：“夫凡人之情，见利莫能勿就，见害莫能勿避。”这个“利”就是投资的道，这个“道”千百年不变，无论是范蠡还是猗顿又或者是白圭，生财之道核心都是同一的。因此投资者关键在于把握投资之道，因为道是事物发展的规律。用在投资上，道的体现就是投资理论，理论是可以说出来的，所以道可道。但理论并不是真理的本身，所以非常名，也非常道。这才会有玄之又玄、众妙之门的说法，因此才会有投资的艺术。所以投资关键要顺应价值规律，因为价值规律始终在股价波动中起作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资需把握价格波动的共相，只有长期不变的规律才具有前瞻性。价值规律是股票波动本身所固有的规律，其本身具有稳定性、重复性和普遍性，当价格虚高，泡沫终会破灭；当价值低估，价格终会上升。只要顺应这种低买高卖的规律，那么都能做到成功的投资。正如《淮南子》里所言：“故得道则愚者有馀，失道则智者不足。”意思是说得到大道理的人，愚笨无能的人都会力量无穷；失去大道理的人，而只在股票价格上做功夫，那么聪明人都会感到力不从心。因此成功投资的关键在于对价值规律的把握。

参考文献：
【1】林毅夫《本体与常无》
【2】林毅夫《本体与常无》
【3】林毅夫《本体与常无》

第4节　价值投资的适用性

过多内幕交易和投机氛围导致中国很多股民对价值投资表示怀疑，从而产生价值投资适不适合中国股市之争。面对这样的争论，我想价值投资需要回答两个问题。第一个是价值投资其背后支撑理论的逻辑对不对？第二个是通过价值投资的方法是否能够获利？

价值投资思想我认为是一个非常实用的思想，有着非常高的普适性。因为价值投资理论是建立在价值规律基础之上所形成的，其根本是价值规律在股票市场上的运用。在经济学中，价值规律是经济学的基本规律，并接受了数千年的时间检验，因此具有非常高的稳定性。价格围绕价值上下波动是价值规律的根本思想，价格向价值所在方向运动是人类思维模式的理性选择，而“理性人”就是经济学大厦的根基。在提供多个选择方案的情况下，每个人都会选择对自己认为最有利的方案，这是普遍被大家所接受的“理性人”假设，因此价格向价值回归是人们理性选择的结果，这是极其稳固的意识形态。经过多年的验证，事实证明价值规律是市场经济的普遍规律，是可以被接受的规律，是可以解释市场价格变化的方法。因此，既然股票市场上价值投资是价值规律在股票市场上的运用，那么其背后的投资逻辑是没有问题的。

另一个问题是关于价值投资能否赚钱的问题。在股票市场上假如股票的价值给定，那么股票价格长期来看是围绕价值上下波动的，因此投资者长期来看就不可能赚到任何利润，因为长期的持有价格还会回到原点。从现实中股票价格的波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动来看，很多股票发行多年之后，价格不但没涨，反而下降了，因此导致人们对价值投资产生质疑。但事实上假设股票价值固定不变本身就是不对的，因为股票的价值是可变的。随着公司的经营，好公司的价值会提升，那么在价值提升的情况下，价格所围绕的标准也会提升，那么股价长期来看是会上涨的。如果随着时间的推移，公司经营的资产不但没有提升，反而下降了。那么在价值下降的情况下，价格围绕波动的标准（价值）也会下降，那么长期来看价格下降或者不变也并没有违背价值投资理论。而关于投资的股票本身价值是否会上升，这就需要看投资者是否拥有一双选择优秀公司的慧眼，投资的是不是一家优质公司的股票。只要公司质量足够好，每股净资产上升得足够快，那么在价格围绕价值波动规律的影响下，价格就一定会上升。

在 2015 年末，青岛海尔经复权处理之后股价从 1994 年的 4 元涨到 556 元，上涨了近 138 倍；格力电器股价经过复权处理之后，价格从 1997 年的 18 元涨到 4553 元，上涨 252 倍；贵州茅台股价经过复权处理之后股价从 2003 年的 25 元涨到 1588 元，上涨 62 倍，市场上有很多好公司股价上涨多倍的证据，事实证明价值投资在中国是适用的。例如贵州茅台 2007 年的每股净资产为 8.72 元每股，而到 2015 年公司的每股净资产高达 50.89 元。随着时间的推移，贵州茅台的每股净资产不断上升，而股价本质上就是每股净资产和影响每股净资产变化因素的价格。因此伴随公司每股净资产的不断提升，伴随公司价值的不断增加，那么股票价格自然也会不断上升。从某种角度来说并不是股票价格上涨了，而是每股净资产涨了，然后每股净资产推动每股价格上涨，因此股价是被涨了。

价值投资是可以获得足够多利润的，特别是在一个经济高速增长和资本高积累的国家。因此，价值投资在成熟的资本市场适合，在中国更适合。中国经济高速增长，企业积累率普遍都很高，在股本不变的情况下很多公司的每股净资产都能实现高增长。如果公司的每股净资产可以实现高增长，那么股票价格上涨的速度应该也会很高。所以投资者经常发现很多优质公司长期持有都能获得很高涨幅。价值投资可以获得如此丰厚的利润，但是为什么却很少有人采用？

过去中国股市坐庄情况太多，老一辈股民大多还沉陷在过去炒作的思维模式中。但是社会在变，中国在一步步变好，所以我们的思维也应该与时俱进，逐步过度到投资的社会中来。有一天我们也会变老，但社会只会越来越新，我们应该以一种常无的心态去接受新事物，这样才不会被过去所累。我也坚信价值投资思维经久耐用，因为这是人类千万年的经验总结，是人类理性选择的结果，它既然能够经久不衰，我想它值得坚持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 节　价值投资方法

我查看过世界上 200 多位成功投资基金经理的资料，发现他们大部分都是因为进行价值投资而成功的，包括备受争议的索罗斯，我并不认为他是在做投机。股票市场投资与投机的区别是交易行为的出发点不同，而不是由持有金融资产的时间长短来决定。投资是基于价值来做交易决策，是一种遵循价值规律的交易行为，投机是基于价格波动来做交易决策。很多人指责索罗斯是东亚金融危机的罪魁祸首，也有人赞扬索罗斯是目光敏锐的金融巨鳄。在东亚金融危机爆发之前，泰铢已经呈现严重高估的状态，实际上索罗斯只不过是戳破泡沫的一根针，没有他这泡沫该破还得破，主导他攻击泰铢的原因正是价格与价值的偏离程度过大，这种行为的背后恰恰是价值规律在起作用。如果说索罗斯交易就是为了赚一把快钱，那么与事实是并不一致的。例如 1995 年索罗斯投资海南航空的股票，直到 2016 年第二季度美国航空公司（American Aviation LDC）还是海南航空公司的第 7 大股东，而 American Aviation LDC 系索罗斯旗下量子工业公司子公司，最重要的是投资海南航空公司是索罗斯主导的。从投资海南海空股票的例子来看，很明显索罗斯是有别于一般短线客的，因为他持有海南航空的股票一持有就是 20 多年，而且很可能还会继续持有下去。实际上只要遵循价值规律而做交易决策，那么无论持有金融资产的时间长短都是同一的，都是为了顺应价值的规律，都应该被视为价值投资，并不能说长期持有才是价值投资。

在股票市场，人们容易把长期持有等同于价值投资，这事实上是错误的理解。长期持有并不等于价值投资，同样短期持有也并不能肯定是投机。投资与投机的区别并不是持有股票时间的不同，而是交易的出发点不一样。价值投资讲究低买高卖或者永久持有，当价格严重低于价值的时候买入，当价格泡沫严重的时候卖出，而不在于这其中持有的时间跨度有多长，也许是几个月，也许是几十年。相反，如果以很高的价格买入一家质量很差的股票，那么无论持有时间多长都不能算作是投资。投资是顺应价值规律的一种交易行为，而非理性的投机者就是这种交易机会的提供者。市场有大量的投机者存在，而且他们会严重影响股票价格的波动，他们的非理性行为会为投资者提供极其低的价格买入机会，同样也会为投资者提供高得离谱的价格卖出的机会。假如说市场是由一群理性的投资者组成，那么尽管股价不可能完全准确体现公司的价值，但是大家对股价的估值通常差别并不会非常大，那么就不会产生极其低的价格买入机会，也不会提供极其高的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格卖出机会。因此一个越是投机的市场就越适合投资者做价值投资。

股价走势图并不会创造财富，投机股票容易犯很多非理性错误，直接体现就是为投资者提供了很多绝佳的交易机会。例如一般情况下投机者会选择购买强势股或者购买上升趋势已经形成的股票，可是当公司股票变得强势和形成上升趋势之后股票价格一般情况下都已经很高了，如果股价涨得不高，那怎么又能叫作强势？那么购买强势股的行为普遍又成了追高的行为。追高就意味着买入的股票价格泡沫可能很大，如果价格泡沫很大，那么下跌的风险和空间就会很大，买入这样的股票一方面为投资者提供了高价卖出的机会，另一方面也导致了大部分炒股的人都是亏损的。另外，投机者普遍喜欢购买这种强势股就会导致一些好股票由于缺乏资金青睐而被低估，于是就会形成很高的投资机会。2016 年 8 月 1 日，吉林敖东每股价格为 25.2 元，吉林敖东是一家制药公司，2016 年第一季度公司的总资产为 199.34 亿元。2016 年 8 月 1 日公司的总市值为 225.29 亿元，而公司光持有广发证券的股票价值就高达 219.02 亿元，超过公司总资产，因此公司资产存在严重低估现象。在 2016 年 8 月公司实际每股净资产接近 30 元，而不是账面上所说的 19.49 元，公司的每股清算价值为 25.54 元，很明显此时公司资产存在明显低估，股票存在很高投资价值。尽管按照账面上的每股净资产计算，对于一家股本仅为 8.94 亿的公司来说，股价只有 25.2 元而实际上每股净资产高达 30 元的情况在 A 股市场是罕见的。如果股民都是理性的，那么公司股价不应该这么低，因此这是很难得的投资机会。另外一家公司是星美联合，这是一家通讯设备制造公司，公司的每股净资产为 0.01 元，而公司的股价在 2016 年 8 月 3 日却高达 16.45 元，公司股价是每股净资产 1645 倍。公司的总资产仅为 820 万元，而公司的市值却高达 67 亿元，公司资产高估的程度是罕见的，而这就是非理性造成的结果。市场的非理性会导致很多公司的股票价值被错误估计，而且这种失误往往会非常惊人，投资者可以利用这种市场的失误来获取惊人的超额收益。

顺应价值规律的方向有两个：一个是在价格严重低于价值时买入公司股票，直到公司股价泡沫堆积得比较严重时卖出；另一个是以合理的价格购买优质公司的股票，伴随时间的推移，由公司的每股净资产推动公司的股价稳步上涨，让价值规律在其中缓慢发挥作用。2015 年末，青岛海尔股价经复权处理之后股价从 1994 年的 4 元每股涨到 556 元，上涨近 138 倍；格力电器股价经过复权处理之后，价格从 1997 年的 18 元每股涨到 4553 元，上涨 252 倍；贵州茅台股价经过复权处理之后股价从 2003 年的 26 元每股涨到 1588 元，上涨近 62 倍。如果选择这些优质公司进行投资，那么获利都是相当丰厚的，随着时间的推移，这些好公司的每股净资产不断增加，价格一样会缓慢地被推高。如果以投资的思维购买股票，那么通常都会获得丰厚的回报。上证指数从 20 多年前的 100 点涨到 2015 年末的 3000 多点，指数的上涨整体来看是非常明显的，而且中国股票的市值增加的速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度更快。从很多购买股票成功的人来看，他们大部分也都是投资者，例如林园、但斌还有赵丹阳等，相反，通过炒作股票成功的确是寥寥。如果说投资股票获利通常比较丰厚，那为什么很少有人坚持做价值投资？价值投资难道很难？事实上不见得。

中国股票市场成立时间短，因此尚未形成一套完善的价值投资文化，而投机时代几乎是每个国家股票历史必经之路。华尔街在过去一样被认为是欺骗、肮脏、赌博和藏污纳垢的地方，因此中国股票投资文化的形成还需要很长一段时间。但股市终究会诞生价值投资时代，因为价值规律会在其中起作用，而规律是不以人的意志为转移的，人们会慢慢意识到风险的可怕性以及投机的弊端，股市最终会进入价值投资时代是价值规律作用的结果，而价值规律就是人们理性选择所表现出来的现象。股票兴盛之初，难免会出现很多非理性的疯狂，但这始终只会是历史的一瞬。当下中国就处在一个疯狂的年代，股票大起大落，很多人在为没能抓住短期强势股而失望，有的人在为一时的幸运而欣喜若狂，在这样的环境下很难有人能够冷静，于是乎“投机”成了股市的代名词。

无论在一个成熟的资本市场还是在股龄不长的中国，价值规律从始至终都在起作用。股市没有永恒的泡沫，也没有永远的价值洼地，只要顺应价值规律，便可以实现低买高卖，因此价值投资并不难。而且在一个高度投机的市场中投资者获利的机会更大，因为越是投机的市场，股价被错误估计的程度就会越严重，投资者的机会就会越诱人。

价值投资是一种遵循价值规律的行为，但遵守的人却很少，一方面是因为股市目前是一个高度投机的市场，人们都很难保持冷静，另外一个原因是价值投资通常都会伴随着长时间地持有股票，而很多股民没有这个耐心。很多优质公司的股价也许几年波动不大，而一旦上涨很可能就在几个月内完成，其中的静默期就需要漫长的等待。很多人入市就是想赚一把快钱，买入股票就想立竿见影，不如意就止损出局。有的人知道投机有弊端，但是当市场都是这么干的时候自己也会选择这么干。

实际上价值投资很简单，不是人们不能去做，而是不愿意。当看清股价波动规律本身就是价值规律的外在表现，那么一切都会变得心如明镜，在低价的时候买，在高价的时候卖就可以了。王阳明说：“心之本体即是天理，天理只有一个，更有何可思虑得？天理原自寂然不动，原自感而遂通。”价值规律只有一个，除此之外还有别的什么可以思虑的呢？规律本来就是寂静不动的，原本就是自己感悟了之后能够通达的。当投资者买入优质公司股票之后，接下来就让价值规律起作用就可以了。正如六祖慧能所言：“菩提般若之智，世人本自有之，只缘心迷，不能自悟，须假大善知识，示导见性。当知愚人智人，佛性本无差别，只缘谜语不同，所以有愚有智。”很多股民之所以不能坚持价值投资，不能坚持长期持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是对价值规律的不明了，否则就不会有浮躁的心情。规律本来就很简单，只需要以低价或者合理的价格购买优质公司的股票，然后持有就可以了。在价值规律的作用下，公司的股价会不断被推高。道理很简单，人人都可以把握，只是因为"心迷"所以才没能很好地遵守，而并不是因为太过于复杂导致不能把握，所以道理就在身边，只需要去接受就可以了。

投资者首先需要明白投资的这个"体"，那么才能按照价值规律办事。管子说："一以无贰，是谓知道。"他的意思是说专一无二，这样才是懂得"道"。在投资过程中，每个人都会接触到大量的金融信息，有好的，也有不好的，这难免会让人无所适从。因此投资者需要有很强的辨识能力，这种很强的辨识能力并不是指知识很广能够了解所有的金融信息，而是说有很强的恒心保证自己投资思维体系的不受侵蚀。王阳明说："未杂于人谓之道心，杂于人伪谓之人心。"道心指的是没有染上私心杂念的心，而被私欲限制了的就是人心。在股票投资中，如果没有私心杂念，坚守价值投资，那么也就有了一颗投资的"道心"。徐爱说："心犹镜也。圣人心如明镜，常人心如昏镜。"这句话的意思是说人心就像镜子一样，圣人的心像明亮的镜子，而普通人的心像昏暗的镜子。伟大的投资者心如明镜，因此不会对短期的价格波动恐慌，也不会对无限的市场传出的金融信息感到无所适从，只要交易行为符合价值规律就可以了，接下来就让价值规律起作用。而对于很多普通的投资者，经常受到价格波动和市场消息的影响，从而做不到心如明镜，于是意志就不会坚定，而这就是普通投资者与伟大投资者的主要区别。并不是说伟大的投资者的投资手段非常高明，而是因为他们顺应价值的规律办事，大家都是遵守同一个"价值规律"，区别就在于谁更坚定。而普通投资者要想成为伟大的投资者，首先就要在坚定价值投资上用功夫，消除价格短期波动对"本心"的影响。正如《坛经》所言："愚者问于智人，智者与愚人说法，愚人忽然悟解心开，既与智人无别。"当投资者领悟价值规律的道理，就能够明心见性，顿悟成佛，就能够像伟大的投资大师一样做投资。

对于投资者来说，要坚定价值投资的理念，不受市场噪音的影响。王阳明的弟子徐爱说："先生之格物如磨镜而使之明，磨上用功，明了后亦未尝废照。"这句话的意思是说王阳明的格物学说就像在打磨镜子，使它变得明亮，从而得到一颗"道心"。《吕氏春秋》里说："天生人而使有贪有欲。欲有情，情有节。圣人修节以止欲，故不过行其情也。"人天生就会被很多情欲和浮躁的心困扰，价值投资者在去学习价值投资的过程中往往更多的不是去学习怎么投资，更重要的是要去学习怎样去除心中的杂念，从而更加坚定价值投资，就像打磨镜子，使自己变得心如明镜，而不被外在的价格现象所干扰。

坚定价值投资就像儒家所说的格物致知和存养本心。王阳明说："格者，正也，正其不正以归于正也。"格物就是一个去除内心私欲、贪婪还有浮躁的过程，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过去除内心的浮躁最终达到“致知”的效果，而“致知”就是“格物”的成果，通过去除掉这些浮躁和贪婪的私心之后最终达到一个“精一”效果，让价值投资坚定不移。王阳明说：“吾辈用功，只求日减，不求日增。减得一分人欲，便是复得一分天理，何等轻快洒脱，何等简易！”我们进行价值投资所用的功不在于我们学习了多少价值投资的知识，而在于减去物欲之昏蔽，在于去除掉心中的贪婪、浮躁和自私，这样才可以做到真正的价值投资。

很多股民购买股票之后涨易喜，跌易悲。这很多都是投机的心理造成的，正如庄子所言：“以瓦投者翔，以钩投者战，以黄金投者殆。其祥一也，而有所殆者，必外有所重者也。外有所重者，泄盖内掘。”这句话的意思是用纺锤作赌注的内心坦然，用衣带钩作赌注的心里发慌，用黄金作赌注的感到迷惑。他们的赌技是一样的，然而之所以感到迷惑是因为对外物是否看重造成的。对外物有看重的东西，就会对它亲近，因而内心就会不安详。事实上很多买股票的人都是迷惑和发慌的，因为他们的行为和赌博一样，当押上金钱之后神经就会绷得很紧。而价值投资并不一样，价值投资是为了获取社会剩余价值的分配权而以合理的价格买入股票，这样的行为符合价值规律，顺应投资的道理，所以不用栖栖遑遑。正如《吕氏春秋》一书里所说：“故乐之务在于和心，和心在于行适。”这句话的意思是愉快的关键在于使心情平和，使心情平和的关键在于行为适中。而要做到心情平和，就应该顺势而为，顺应“道”，“道”指的就是规律，而股票投资规律的根本就是价值规律。顺应价值规律就是做价值投资，这才是“适行”，只有“适行”之后才会有“和心”。

因此要想摆脱投机那种让人栖栖遑遑的心理最好的方法就是做价值投资，而做价值投资的根本就是顺应价值规律。刘安在其《淮南子》里说：“事故天下之事不可为也，因其自然而推之。”这句话的意思是说天下的事不能刻意去办，只能随顺事物自然的规律去推动。这种“顺应”用道家的思想来讲就是“无为”，“无为”指的是不违背事物的规律行事，而并不是不作为。正如《淮南子·原道训》里所言：“漠然无为而无不为。所谓无为者，不先物为也；所谓无不为者，因物之所为；所谓无治者，不易自然也；所谓无不治者，因物之相然也。”这句话的意思是说无为是按自然规律去办事，因而没有什么事办不成；不去刻意去做什么，反而什么都能治理好。所谓自然无为，是指不超越事物的本性而人为刻意地去做；所谓没有什么事办不成，是说顺应了事物的本性自然就能达到理想的状态。所谓不去治理，是说不改变事物的本性；所谓没有什么治理不好，是指顺应于事物的必然性。因此按投资本来的规律去办事，就没有不会成功的，不去刻意要改变什么或者不在规定的时间说要赚取多少利润，这样反而能取到很好的效果。所谓自然无为，是指不超越投资的本性而人为地去做；所谓没有不成功，是因为顺应了价值的规律。管子说：“同则相从，反则相距也。”意思是说与道相同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就跟从，与道相反的就拒绝。顺应自然规律办事是很简单的，所以《淮南子》里说："故体道者逸而不穷，任数者劳而无功。"意思是说领悟大道理的人安安逸逸，但没有办不到的事。

关于对规律的适用性道家有独到的见解，规律即是"道"，而顺应"道"的行为就是无为，也被视为有所不为。"无为"即是不违背规律而行事，该买股票的时候买股票，该卖股票的时候卖股票。古代人说明君之所以立功成名者四："一曰天时，二曰人心，三曰技能，四曰势位。"做事能成功人们把天时放在了第一位，"天时"即是"时机"，时机是"道"在一定条件下的体现，在股市上又称之为"机会"。机会并不是每时每刻都有，所以并不是任何时候都适合投资股票。所以《淮南子》一书里说："夫圣人者，不能生时，时至而弗失也。"意思是说圣人也无法创造时运，只不过时运来到之际，他能及时把握罢了。《淮南子》又说："不豫谋，不弃时，与天为期。"意思是说不预先谋划，也不错失时机，而能与自然相约。对于投资者来说只要顺应规律，把握时机，那么自然会取得好的投资成果。所以说人不遇时则无功。例如在股票价格虚高、泡沫严重的时候就不适合买股票，那么顺应价值规律的结果就是不操作或者卖出股票，而这就是有所为和有所不为的体现。因此，坚守价值投资就需要严格遵守股票的价值规律。

价值投资知易行难，知易在于道理简单，难在坚持，也贵在坚持。坚守价值投资是以摈弃那些复杂多变的投机技巧为前提，这是一个去繁就简的结果，但当去繁就简之后反而让人觉得枯燥，所以难在坚持。越是简单的道理越是实用，任何一个道理并不是越复杂越好。通常一个越是复杂的理论，它的假设条件就会越多，而它的假设条件越多就越不符合实际，并且越容易被推翻，因此那些真正的大道理往往是那些非常简单的道理，这就是所谓的大道至简。正如王阳明所言："道之大端易于明白，此语诚然。顾后之学者忽其易于明白者而弗由，而求其难于明白者以为学。"现在很多投资者总是摈弃那些实用简单的大道理不去遵循，而去拿那些复杂的知识来作为自己的学问。例如一些喜欢计量分析的投资者，他们通过建立复杂的数学模型来精确衡量风险和收益的关系，尽管最后能够得到一个精确的结果，但是往往缺乏实用性。社会现象复杂多变，要想得到精确的结果就必然牺牲实用性。对于模拟社会现象的数学模型，得到的结果越是精确，那么需要做的假设就会越多；而做的假设越多，那么偏离实际就会越远，很多时候还不及那些简单模糊的方式有用。所以巴菲特才会说"宁可要大致的正确，而不要精确的错误"。

因此要想获得成功的投资并不需要复杂的知识和顶级的智商，只需要坚守投资之道，顺势而为就可以了。孟子说："夫道，若大路然，岂难知哉？人病不求耳。"这句话的意思是真理就像大路一样，哪有那么难了解呢？只是人们不去寻找罢了。投资最简单最实用的方法就是去遵循投资最原本的道理，这种道理通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是那种永恒不变、简单实用的道理，而不是在价格现象上下功夫。股票价格的波动受到无限因素的影响，人不可能全都把握，就算一时的正确也必然含有很多的幸运成分。因此要想获得成功的投资就只要守定常法，把握住影响股票价格波动的本源，那么价格最终才会向预期的方向发展。例如股价是每股净资产的货币表现形式，只要每股净资产稳步上涨，只要买入价格不是太高，那么总有一天价格一定是会上涨的。

支撑股票价格涨跌的核心是每股净资产，但是价格在变化的过程中会受到无限因素的影响，而每股净资产才是支撑价格波动的核心引擎。股价在波动过程中会受到无限因素的影响，可以是一个消息，可以是一个政策，甚至天气对股票价格的波动都会产生影响。但对于投资者来说无论是消息、政策还是天气都是很难去把握的，投资者不知道什么时候会出现一个什么样的消息，或者说会在什么时候出现某一个政策，因此对消息和政策的把握是困难的。另一方面无论是消息还是政策对股价的影响都是短期的，因此从时机上来说也是很难把握的。投资者可以知道消息是利好还是利空，但通常并不知道这种利好或者利空对股价影响的量到底有多大，而且也并不知道这样的消息对股价的影响时间会持续多久。因此投资者在对短期股价的把握上通常是困难的。很多人做投资总是去寻找复杂的方法，但更多的只是去对价格现象进行把握，无数的价格现象就会衍生出无数的投资方法，但是很多方法都只是攻其一点不及其余，不能把握本质。投资的大道理是简单的，是人人都能明白的，但是很多人都不去遵循。根本一点是人们不相信赚钱是一门简单的学问，但事实上赚钱的本质就是一门简单的学问，只是愿不愿去遵循的问题。赚钱的道理本来就只有一个，那就是顺应价值规律做事，如果不去遵循这个道理，那也就没有其他道理可以遵循。短期来看股价波动就像做布朗运动，实际上当时间足够短，股价的波动是毫无规律的。但长期来看股价会围绕价值做上下波动，这是价值规律在股票市场上的运用。价值规律是一种普遍规律，有着很高的稳定性，是人类理性选择的结果。因此从长期来看股票价格必然向价值靠拢，股价本质上就是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格。如果公司是一家好公司，那么伴随公司的经营，公司的每股净资产会不断上升，每股净资产的上升也即是股票价值的上升，股票价值的提升必然带动股价的上涨。因此股价并不是上涨，而是被每股净资产推动而上涨，是一种被涨的关系。如果公司是一家差公司，伴随公司的经营公司的资产被不断消耗，每股净资产不断降低，那么长期来看股价也会不断地下降。尽管股价与每股净资产并不呈现完全线性相关，但我发现在中国 A 股股价与每股净资产的相关系数大概为 0.4。在中国股票市场，创业板和很多小盘股是呈现出了非理性上涨，如果考察大盘股股价与每股净资产的关系，我发现股价与每股净资产的相关系数高达 0.7 以上。因此如果公司质量好，并且投资者买入的价格并不高，那么长期来看股票价格是会上涨的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的道理只有一个，但是方法有很多种，正所谓："同归而殊途，一致而百虑。"投资的方法有很多种，但都是建立在不违背投资这个"道理"之上的。因此不管投资者的行为如何，但只要是在遵循投资的这个"道理"，那么他的行为就是对的。

因此在学习投资方法的时候，一定要把功夫用在对股票投资这个"道理"的把握上来。投资的这个道理是不可说的，当我们把投资的这个"道理"说出来时，事实上说的是投资的方法，而并不是"道理"本身。真正投资的"道理"本身是需要"悟"的，道理本身是不可说的。只有领悟了投资的这个道理之后才会按照投资的思维模式来买股票。所以韩非说："而常者，无攸易，无定理，无定理非在于常所，是以不可道也。圣人观其玄虚，用其周行，强字之曰道，然而可论，故曰：道之可道，非常道也。"韩非这句话的意思是说所谓的恒常，没有变化，没有确定的本性，又不在固定的地方，所以是不能用言语来形容的。圣人观察它的深远空虚，根据它的循环运行，勉强命名为"道"，如此才可以论说，所以老子说"道可道，非常道"，因此佛家才会有"不可说"的说法。

很多人学了很多大师的投资方法，并且按照这些投资大师的行为方式来买股票，于是说自己是价值投资者，事实上这是不对的。出自不同投资大师的投资方法都是不一样的，但是投资的道理本来就只有一个。投资大师们的投资方法只不过是投资"道理"体现出来的现象而已，尽管现象有很多种，但是道理只有一个，因此不能把投资大师的投资方法当作真理。所以学习投资的方法不是把功夫放在投资大师的交易手段上也不是去学习投资大师所具备的知识，而是去领悟投资的道理，只有领悟了投资的道理，才能做到"从心所欲不逾矩"。因为领悟投资的道理之后做出来的行为都是符合投资之道的。而很多说自己是价值投资者仅仅是因为他们采用了一些价值投资大师的分析方法，并没有领悟投资的道理，这样的行为算不上是价值投资者，他们只是把投资大师的投资方法当作一种"知识"来学习，如果只是按照这种"知识"来行事，那么必然会有所偏离，所以说尽信书则不如无书。所以对于投资者来说首先是去理解投资的道理，而不是生搬硬套地利用成功的投资方法，因为每个投资者使用的方法都会有所不同，但是投资的道理却是同一的。所以《淮南子》里说："夫道有经纪条贯，得一之道。"意思是说道是有调理脉络的，把握这一浑然一体的道，就能贯通所有枝节。如果投资者只是去学习投资大师的投资方法，那么充其量也是在追求一些细枝末节的东西。

如果说投资的道理很简单，知道而不去遵循，那么这只能说是"知而不行非真知"，之所以不去遵循是因为还不能体会投资的"道理"，真正的"知"指的是"体会"。经常说"道之大端，易于明白"，大家不是缺乏理解这种"大道理"的智慧或者能力，只是不愿把功夫用在上面。因此很多人投资亏损并不是因为他们智力不足，而是不愿意去遵循投资的"道理"做事。如果说已经能够体会到投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的道理，那么就应该把功夫用在对这种道理的坚持上来，这时候不再是去学习投资的“道理”，而是学习如何“克己”。投资的“道理”很简单，但是长期遵循下去却很难，原因是他们不能够克己。理解投资的“道理”只需要一朝顿悟，但是遵循投资的道理却需要一辈子的功夫，需要不断地克制价格现象所体现出来的各种心理诱惑，实时把投资的“道理”当作“惟精惟一”的学说。因此在做投资的过程中，失败的关键因素很多时候不是不能去把握投资的道理，而是不能够克制自己。所以韩非说“夫缘道理以从事者无不能成”，除了要知道“道理”还要能够遵从“道理”而做事，否则就是“知而不行非真知”。

无论是股票还是其他金融产品都有它运行的道理,所以说朱熹说“一物一理”。无论现象如何变化，但是事物背后的道理是恒定的。因此任何金融现象无论表面上看起来如何复杂，但是背后的道理往往是简单的。对金融产品投资机会的把握在于对产品原本道理的把握上，如果发现“本质”出了问题，那么投资就会是危险的。在古代，对事物本质的把握称为“格物致知”。正如王阳明所说“格者，正也，正其不正以归于正之谓也”，所以投资要实时“正其不正以归于正”，而这种“正其不正以归于正”的过程就是“克己”。所以投资之难不在智力，而在于克己，投资者选择优质公司的股票买入之后接下来就是让价值规律起作用。梁启超说：“故志不足恃，气不足恃，才不足恃，惟毅力为足恃。”人人皆可为圣，人人皆可以进行成功的投资，只需要遵守投资的规律就可以，学习投资技巧的过程往往是学习如何“克己”的过程，毅力才是成功的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　价格现象

第1节　交易行为

当把股票交易放到股票交易软件上之后，人们购买股票就像在商店里购买商品一样容易，并且有足够多的选择。人们购买股票可以不用到上市公司去进行调研，甚至根本就不知道这家上市公司到底是做什么的。如今股票交易和公司经营发生了明显的分离，进行公司管理和生产经营的是一类人，进行股票交易的股东又是另一类人。股东们更多的是看重资本利得，除少数大股东之外，小股东们很少去关心他们的公司经理层到底在做什么。数量庞大的小股东对股票价格波动显得关心更多一些，很少关心股东的权利和地位。股东们的很多经理人更愿意去保住现有的收入和利润而并不一定是去实现股东利益的最大化。

把主要关注短期股票价格波动和主要关注引起短期股票价格波动因素的股民视为投机者，这类人主要希望通过从短期价格波动中得利。把主要关注标的公司经营好坏和公司回报能力大小的股民视为投资者，这类人主要希望通过从公司优越的经营中获得丰厚回报。投机者看中的是标的资产的价格波动，通过低买高卖或者高卖低买的方式获利。基于标的资产价格的不稳定性，投机者通常会采用频繁的交易方式来顺应价格的波动。而投资者获得利润的方式并不是来自于资产价格的短期波动，而是来自于公司经营所带来的回报，这种方式包括股票价格的上涨，也包括红利的收入。由于公司经营对股价的影响是一个长期性的过程，短期来看公司业绩对股价的影响并不明显，因此投资者一般不会在意短期股票价格的波动。

事实上投资者和投机者是很难进行区分的，目前主流的区分方法是看个人交易的频率和获利的出发点。有的人认为做短线交易也即是频繁进行交易的行为就是投机，相反，做长线持有的就是投资。事实上这并不准确，首先，什么是频繁交易、什么不是频繁交易这本身并没有一个严格的执行标准。一个平均持有股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期限为一周的人认为持有股票超过三个月或者更长时间的是投资，而一个持有股票平均期限为三个月的认为持有股票超过三年的是投资，巴菲特这样的投资大师则认为持有期限超过五年的才称得上是投资。因此人们很难从持有期限或者交易频率来严格地区分投资者与投机者。一个投机者本想通过某次短期的投机交易获利，但由于股票价格的快速下跌使其不堪忍受失败，从而导致其持有股票时间长达数年。尽管他持有的股票时间很长，但是并不认为他这是一种投资行为，因为一开始他就没打算持有这么长的时间。相反如果某家公司的股票价格严重低估，股票极其具有投资价值，一个投资者买入这家公司的股票之后价格快速上涨，几个月之后这家公司的股票价格已翻数倍，从而导致股票价格严重高估。巨大的泡沫让他决定卖出股票，尽管他持有股票的时间仅为几个月，但是依然认为这是一种投资的行为。

投资和投机本来就没有一个明确区分和铁板的定律，甚至有人认为投资就是成功的投机，投机就是失败的投资，事实上我们完全没有理由认为盈利就是投资或者亏损就是投机。在词典里，投资泛指为达一定目的而投入的钱财，而投机则指迎合时机，乘机谋取私利。在金融市场里，投资与投机的区分却是相当困难的，很多人都没法分辨自己是投资者还是投机者。每个人都会带有自己主观的看法，无论是对某家公司的看法还是对某项决议的观点都会不一样，因此更别指望某个交易行为能够得到精确的定位。

之所以有投资和投机的分类，主要基于交易理念的区别，交易理念的不同催生了不一样的学派。价值投资者偏向于看中投资标的价值以及这笔交易是否划算，投机者主要偏向于从市场短期波动中获得利润。不同的交易理念是区别投资和投机的根本。

第 2 节　投机者

投机者主要偏向于从市场短期波动中获利，偏向于频繁交易。在我国股票市场希望进行短期投机获取高额利润的不乏其人，期望短期获得资本的快速增值是他们的共性。尤其是对投资了解较少的普通民众，很多个人在一周内会交易多次。其中一个原因是短期暴富心理的影响导致的，这样的心理促使他们进行冒险行为。这样的心理更容易发生在资本较少的人群身上，原因之一是他们对财富极度渴望，原因之二是他们认为自己本来就没有什么可以失去的。财富缺乏的处境促使资金薄弱的交易群体进行大胆的冒险行为，相比之下拥有大量资金的人更偏向于稳健投资，守住现有财富和地位显得更为重要。有时候仅出于让财富不受通货膨胀稀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释的目的而进行投资，人们对待大规模资金的责任心总是会比对待零花钱的强，就像人们更愿意为大人物负责一样。

在过去，我国上市公司普遍很少分红，因此投资股票利润的主要来源是资本利得，也就是来自于股票价格的波动，这更容易助推投机心理的产生。不光是普通的个人投资者以频繁的交易来顺应价格的波动，甚至一些专业的投资经理在一年之内也会把持仓翻新几次。机构投资者有着更多的资金优势，因此更有能力去操纵资产价格的波动，在信息不对称的情况下严重损害散户利益。如果抛开分红收益的影响，那么操纵股价的利润就是来源于另一方的亏损。机构操纵股价的信息只有少数人知道，假如操纵股价的信息变得透明，那么将不会产生操纵利润，因为人们会跟着操纵者同买同卖。

个人投资者通常资金量小，而机构投资者资金量大，这是普遍的共识。但无论是个人还是机构，在公司所有权和治权发生分离以来他们都很少去关心公司的经营情况。一家公司有着数量庞大的股东，每个股东通常仅拥有公司很少的一部分。一个股东试图去关心公司的经营管理，为提升公司的经营业绩做出努力，但是这样的回报可以说是接近于0，因为努力创造的价值会被其他不努力的股东分享，因此股东们都很少去关心公司的经营管理情况。股东很少关心公司的情况，反过来更多关心的是股票价格，有的时候股民买了股票之后甚至不知道这家公司是做什么的，这种过多的关注价格忽视标的资产质量容易造就投机心理。

在我国投资者中机构投资者很大一部分是公募基金或者私募基金，我国的基金都是契约型基金，基金公司通过基金合约募集的资金由专业的基金经理运作。这些基金通常存续期有限，有的高达十年，有的仅为五年或者更短。与基金类似的是一些集合理财计划，这些理财产品的期限有的甚至短到只有几个月。尽管这些集合而来的资金有专业的金融专家管理，尽管他们比很多个人投资者专业，但是这些基金经理很多都并不去深入研究一家公司的经营情况，因为他们并不打算永远地去拥有某家公司或者长期持有某家公司的股票。募集而来的资金本身存续期是有限的，所以他们只是想通过这些股票建立投资组合来满足公众的需要，短期就要见到效果。例如存续期为一年的理财产品，资产的管理人更多地会去购买能够快速上涨的活跃股，而不是去考虑一家公司未来十年的发展空间，因为理财产品一年之后就会到期。基金公司根据人们的需要设计出了很多类型的基金，设计出来的这些基金只要能满足公众需要即可。例如一种预期收益为5%的基金产品，基金管理人只要建立一个预期收益率大于5%的组合就好。由于基金存续的时间有限，基金管理人更多的是关心短期的预期收益，而对某家公司的发展前景或者股票估值情况的关心是次要的，得到符合预期的收益和控制风险才是首要任务。因此很多机构投资尽管拥有很多金融人才，但是很多情况下还是和很多普通股民一样进行投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些专业的基金经理由于更多的是考虑短期收益，所以更加助长了投机的风气。机构投资者一方面是股民的榜样，另一方面由于机构投资者的资金量大，因此机构投资者的交易行为对股价的影响也大。如果很多机构也是做投机，那么股票市场的投机氛围就会更浓。当基金到期之后基金经理基本不必再去对已经完成的任务负责，所以经理们关注的是存续期预期收益率，只要能完成目标即可。契约型基金和公司型基金有着很大的区别，公司型基金是按照公司章程运作，存续期可以视为无限期。因此公司型基金更有利于长期投资，以实现股东利益最大化为目的，而不是为了完成保本或者某个收益水平的任务而已。

当着眼于短期持有某些股票时，更多的是关心股票价格的活跃情况，并且订立一个预期收益水平，如果到期达不到预期目标，那么通常会不断地更换投资标的和预期。这种预期与投资标的不断更迭的过程中造成了频繁交易的现象和忽略标的资产质量的状况，既然并不打算长期持有某只股票，那么就没深入研究某家公司的必要。

在股票市场上有很多公司的股票会在短期内骤然暴涨，一些人因此在短期内获得数倍收益。根据过去价格的走势，假如在底部的某处买入，然后在高位卖出，就会获得数倍的收益。这样的假设推升了人们的冒险精神，毕竟价格的历史走势提供了这种可能性。价格的激烈波动让短期获得高收益成为可能，同时也为短期暴利提供了证据。为了寻找股价短期暴涨的规律，于是技术分析变得非常流行。

第 3 节　技术分析的缺陷

股票的历史走势提供了暴富的证据，同时市场也存在一些成功投机群体作为案例，这些因素为大量分析这类股票价格走势相似之处提供了精神动力。试图找出上涨股票价格走势图的共性以为后来成功交易做借鉴，多年来这样的分析成果被写成了很多技术分析理论，如江恩理论、波浪理论、趋势理论等等。

在股票分析中，无论使用何种技术或者使用任何指标，其目的一般不是为了买在最低点卖在最高点，而是希望买入形成上涨趋势的股票并且卖出形成下跌趋势的股票。因此技术分析的目的就是通过各种技术指标或者趋势线的分析来得出股价到底是处于上涨趋势还是处于下降趋势的结论。

中国股票市场建立时间短，股票市场目前投机性还比较强，投机性强的市场特点是高频交易，而高频交易的目的是为了把握短期机会，而分析短期价格走势的理论就是技术分析理论，所以技术分析大盛于中国。技术分析主要是通过一些技术指标的运用来预测股票价格的变化。一个投机市场所使用的交易理论基本上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是基于价格分析的技术分析理论，由于中国股票市场投机之风盛行，因此技术分析理论非常时髦。奥斯卡·王尔德说："所谓时髦，无非是奇怪的东西一时风行而已。"这些技术分析理论都只不过是价格波动所表现出来的表象而已，并不是价格波动的规律，因此很难成为主流的金融理论。

通过得出股票处于上涨趋势或者下跌趋势结论的分析就是在预测股价，并希望以此结论为决策基础。预测指的是：预先推测或测定。而推测指的是根据已经知道的事物来想象不知道的事情。测定指的是获得某一物质的物理或化学特征数据信息的方法，或这种方法的执行过程，也即是通过测量而确定。因此我认为测定适用于自然科学，而推测适用于社会科学。在股市里说的预测确切地讲应该是指推测，而推测是根据已知的事来想象未来会发生的价格变化，而想象的准确性通常是很低的，因此预测股市往往缺乏精确性。

传统技术分析很多是建立在技术指标之上，很多时候技术分析成了技术指标的应用，技术分析的目的是预测股价波动，但从根本来看行不通。通过对大量技术分析书籍和很多技术分析指标以及分析方法进行归纳，发现所有技术分析所采用的技术指标或者画线归根结底都是由三个因素组成，分别为时间（t）、价格（p）和成交量（l），此三个因素为自变量，指标为因变量。

所以：

指标 =f（t，p，l）

指标和价格仅仅是一种函数关系，自变量的变化必然导致指标变化，因此指标和价格、时间以及成交量会呈现出规律性的变化，但这种规律性的变化仅仅是一种函数关系体现出来的结果。规律性的变化成为很多技术分析师的预测手段，事实上这是不对的，因为这种规律性的变化仅仅是函数关系变化的结果，并不具备预测性功能。当把指标作为预测手段的时候，注定时间是往前推的，那么结果将变得完全不确定，体现出来的就是技术分析大师们所说的指标滞后。

在当前时刻 t_0、p_0 和 l_0 已知，因此可以得到指标在 t_0 时刻是一个什么样的状况，根据指标和自变量关系通过求反函数可以知道价格。但当把技术指标作为预测工具时，意味着时间定位在 t+n，那么指标、价格和成交量将会变得完全未知。因此可以得出结论，用技术指标作为预测手段无用。

技术分析并无预测性功能，技术分析的使用更多在于了解市场心理的变化。技术指标可以说市场当前是一个什么样的状态，并且记录下过去股价是怎么波动的，但是对于预测接下来股价会怎么波动基本是做不到的。因此可以认为指标具有描述性功能，但不具备预测性功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4节 均线分析

德川幕府时期日本米商本间宗久开创了K线（蜡烛线）的画法，自此之后很多技术分析理论围绕K线展开，但这些建立在历史价格走势上的分析工具往往只能视其为价格描述性理论。正如一部历史书，主要的作用之一是记录过去发生的事。我们可以通过阅读史书看到历史发展的轨迹，但是完全不能用这些历史书籍来预测未来会发生什么事。所以靠技术理论获得稳定的投机利润是很难的，这些理论试图寻找价格走势的规律，但最后却成了描述资产价格走势的学说。既然是描述，那么对于股票价格的任何波动这些理论都能解释得通，但根本起不到作为预测未来走势的作用。

以下是一个明显的价格描述性例子。按照趋势理论的观点，股票持续上涨可以说这是牛市，均线对股价有支撑作用，相反在股票下跌时则有压力作用。股价持续上涨中可以看到均线在蜡烛线的底部，因此看起来对股价有支撑。股价在下跌的过程中，均线往往是在蜡烛线的上面，所以看起来均线对股价造成了压制。实际上这是因为均线是最近一些时日的平均价格走势，从均线的算法上决定了它的特性。

均线算法：

$$MA=(C1+C2+C3+...+Cn)/N$$

其中C为某日收盘价，N移动平均周期。例如5日均线就是最近5日收盘价之和除以5，也就是最近5天的股票平均价格。当股票价格处于上涨通道中时，收盘价格不断地上升，这必然带动均线不断地上升，因为分母不变，而分子却在不断地变大。如果股票价格不断地上涨，最近一天的收盘价格总是高于前一天的收盘价格，那么K线中的柱线或者是价格总是在均线之上。因为MA是最近几个交易日的平均价格，既然最近一天的收盘是最近几天中最高的收盘价格，那么这个最高的收盘价格当然要大于最近几天的平均收盘价格，也就是说最近一天的收盘价格会高于MA。因此对于不断上涨的股票，看起来均线对股价起到了支持作用，但事实上是股票价格不断上涨带动了均线上升，均线是股价上涨的结果。在牛市中，并不是因为均线向上，所以股价向上，而是因为股价上涨，所以均线向上。

当股价快速上升时，股价会带动均线跟着上升，表明市场对股票前景一片看好，人们争相买入股票。如果牛市中股价小幅下跌然后继续上涨，人们可以说这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是回调，股价的长期上涨会有一部分人兑现收益，兑现收益的人卖出股票导致股价回调。当股价偏离均线太远，那么人们认为股票价格不应该涨这么快，应该回到平均上涨水平上来，也就是说回到均线附近，因为均线可以视为最近股价平均上涨水平。由于均线代表平均上涨的水平，所以股价上涨的速度如果偏离平均水平太远，于是就会出现回调的需求，应该回到正常的上涨水平上来。但是当股价跌到均线位置时人们又会大量地买入股票，因为他们认为上涨的趋势和动力都还在，而且均线会对股价造成支撑的作用，所以此时以相对低的价格买入最适合不过。但事实上这不是绝对的价格波动方式，例如股价偏离均线很远但并没有出现回调，股价会不会长期地远离均线呢？事实上这是不会的，因为均线是股票价格波动的平均线。如果股票价格快速上涨远离了均线，那么只会把均线快速地向上拉使它们偏离不会很远，从而重新建立一个新的平均上涨水平。这时依然可以视为是正常的牛市，正常的上涨趋势，因为新的上涨标准正在被建立。

当股价大幅下跌，可以认为是股价破位转为了下跌趋势，人们已经不认可股价还能继续上涨。认为股价已经高估，已经不具备上涨的动力和空间，所以大家纷纷兑现收益卖出股票。股价的下跌带动均线形成向下趋势，均线对股价产生了压力，而这时的均线成了股票价格下跌的平均水平。均线之所以会对股价形成压力的现象是因为收盘价格正在不断地创出新低，由于最近的收盘价通常比前几日的收盘价都低，所以最近一天的收盘价通常都要低于最近几日的平均收盘价。因此事实上不是均线对股价造成了压力，而是股价带动均线下降，均线下行是被动的结果。这时人们认为股票价格发生了反转，在下降的趋势中，当股票价格反弹到均线的位置时，人们会认为下跌趋势还会持续，于是趁现在价格相对较高加快卖出股票，所以再次看到均线的压力效应。下跌中的股票小幅上涨，可以说是反弹。这种反弹通常发生于当股价下跌过猛远离了均线时，人们会认为下跌趋势虽然存在，但是股票价格不应该跌得这么快，因为下跌趋势并没这么凶猛，而是相当缓和。于是人们买入股票，他们相信股票下跌会回到合理的下跌区间，这通常又被称为抢反弹。假如这样的反弹没有出现，股价会不会远离均线而去？同样，股价的快速下跌只会拉动均线快速下跌，形成更猛的下跌趋势，让股价不再远离均线，从而建立新的下跌趋势。归根结底这是因为均线是从价格计算出来的，均线是价格波动的结果而不能作为预测价格的手段。

相反，下跌中的股票大幅上涨，可以认为是反转。当下跌中的股票快速上涨冲破了下跌趋势中的均线，那么人们认为下跌的趋势可能已经结束，市场已经不再承认下跌的趋势还能继续。并且会因此扭转均线下跌的趋势，所以人们又开始买股票，这些基本形成了价格波动的一个周期。

如果股票价格并没有在高位停留很短的时间就下跌而是长期在某个区间震荡，那么可以认为是高位震荡可能会跌。因为股价已经缺乏上涨的动能才会导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价长期高位徘徊，人们认为支撑股价上涨的动力已经不足，或者股价已经涨到了它应有的水平，上涨不能再继续，不能再涨那就会产生很大的下跌空间。如果价格不但没跌反而上涨，又可以认为是横盘之后继续发力上涨，支撑市场上涨的动力还在，横盘只不过是消化快速上涨人们兑现收益的压力，这一过程又称为“盘整”。但无论怎样，这种高位只有在后来才会知道，很少有人能精准判断这样的临界点。相反，如果是低位震荡，可以认为是在夯实底部可能会涨，因为长期在低位震荡都没往下跌，证明市场已经到了底部，下降的空间看起来已经很有限，而上涨的空间却显得很大，这样的底部给人们带来了心理上的安全感。人们到相对低位就会买入股票，因为他们认为接下来只有涨，没有下跌的空间。结果如果没涨反而跌了又可以说是久盘必跌，因为经济情况可能还更糟糕等等原因导致的。因此底部也是只有在之后股票价格上涨起来的时候才知道，同样是后知后觉。

在这么一个周期之中，可以看到无论是上涨还是下跌，均线理论都能解释得通。实际上均线只是股票价格波动的结果，并不能作为预测价格的手段，无论价格怎么波动，均线理论都能解释，就是不能预测。至于价格的顶部和底部，只能是后知后觉。

第 5 节 趋势线

与均线类似的是趋势线，技术分析者通常会在股票软件上绘制很多趋势线、压力线、支撑线以及黄金分割线等等。在股票价格上涨的途中连接两个或两个以上区间性的波谷形成一条上涨趋势线，连接两个或者两个以上区间性的高点也即是波峰并且令连接波峰的线与连接波谷的线平行从而形成上升通道。与此类似，可以画出下降趋势线和下降通道，在股票下跌的途中连接两个或者两个以上的高点形成下降趋势线。在上升趋势中，看上去趋势线对股票价格有支撑作用；相反，在下降趋势中，趋势线对股票价格有压制作用。但事实上这种支撑和压制的现象更多是人们的心理作用。

在压力线和支撑线的绘制中，人们普遍认为前高有压制，前低有支撑。前高之所以有压制是因为在前高买入股票的人都是处于亏损状态的，当股价再次涨到前高附近，证明在前高之后买入的人全部解套或者有盈利。当一个股民购买股票被套之后解套所想到的第一个动作就是卖出，而卖出就会对接下来股价的上涨造成压力。支撑这种观点的假设条件是前高套牢盘解套之后会卖出，只是大家都这么认为。实际上当股价上涨到前高时，未必套牢盘就会卖出，如果前高买入的人持有股票很长时间才解套，那么自然希望在解套的基础上获利出局。另外股价从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底部上涨到前高的过程中处处都有套牢盘解套，如果说套牢盘解套会导致股价下跌，那么股价根本就涨不到前高。

为了配合压力位与支撑位观点的正确性，技术分析师还会利用筹码理论来考察股票在某个价格区域的集中度以及套牢的股票量有多大，并且考察套牢盘是否会对股价上涨造成压力。当前高价格位置聚集的股票很多，普遍会认为前高的压力很大，衡量股价能不能够突破前高的一个主要思路是当前的成交量是否比前高套牢的股票量还大。如果当前的成交量远大于前高套牢盘，那么认为套牢盘的抛压不足以构成股价上涨的压力或者说这种压力很小。相反，如果股价正在面临突破前高时成交量不足，那么股民应该卖出股票，因为前高压力大。但实际上这些都是技术分析者的心理预测，如果一家公司质量足够好，那么就算只有很少的成交量公司的股价依然可以上涨，例如伯克希尔哈撒韦公司的股票交易量非常小，但股价一样可以屡创新高。就算前高有很多套牢盘，但不代表股价到前高之后他们就会卖出。所以如果以当前成交量与前高附近成交量的对比来衡量股价能否突破前高是有一个前提的，那就是假设前期高位套牢盘大部分持有到现在，并且解套之后他们会卖出股票。但实际上一方面前期套牢盘解套之后未必会卖出股票，另一方面前期套牢盘可能有的在底部区域止损卖出，因此压力也许并没有想象中的那么大。

另外一种观点是前低有支撑，当股票价格跌到前面低点之后普遍认为价格会有支撑。首先前低证明股价运行到前低价位就不会往下跌，所以前低有支撑。其次当股价到前低之后大部分人都是亏损的，而且在前低买入股票的刚到盈亏平衡点，到达盈亏平衡点的人会买入股票护盘，而且亏损的人也认为那些到达盈亏平衡点的人会护盘，所以亏损的人也会跟着买入股票压低持仓成本，这一过程又叫作补仓，所以前低有支撑。从经验上来看在股票下跌的过程中有时股价会跌破支撑位不断创出新低，跌破前低又被称为“破位”。当股价破位之后股民就会止损，止损卖出股票又会导致价格下跌。在绘制支撑线时，每个人选择的位置都会略有差别，很多时候止损与补仓会同时进行，哪一个影响大是很难考证的。况且对于想要补仓的人来说，如果股价不涨，那么大概也是不敢补的。

在股票软件上画线是非常普遍的事情。当思考画趋势线的依据时，会发现趋势线是根据价格的变动得来的，价格变动的强弱会影响到趋势线与水平线夹角的大小，这样的线不是人为主观的设置，而是价格的波动情况决定了趋势线形状。因此价格是趋势线的决定性因素，趋势线只不过是根据价格波动而被动地画出来而已。所以趋势线所谓的支撑作用和压力作用本身并不存在，它只是在反映价格变动的路径而已，是股价决定了趋势线的画法，而不是说画一条趋势线，那么价格就会顺着这条线往上爬，显然这是不可能的。当这种作用力不存在的时候也就不能用这种趋势线来做预测。趋势线是价格变化的“果”，而不是价格变化的“因”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为价格走成了这样，所以趋势线画成了这样。而并不是说趋势线画成这样，所以价格就会按照这个样子走，因此投资者不能本末倒置。

在牛市中，牛市向上的速度可以通过一条趋势线的斜率来得到反映，斜率越大，证明股价向上的速度越快，斜率小又称之为慢牛行情。很多股民喜欢慢牛行情，因为慢牛行情的走势很稳，而且在绘制趋势线的过程中，趋势线不光受到两个相对性低点的确认，而是受到很多相对性低点的确认，股价就是顺着一条笔直的斜线向上。当受到相对性低点的确认越多看起来趋势线就越牢靠，因为事实证明这条趋势线是对的，股价就像是顺着趋势线向上爬一样，因此这样的慢牛看起来非常牢靠。但事实上这是非常危险的，很多时候这种向上的趋势会突然崩溃，慢牛突然变成暴跌。究其原因并不是说趋势线受到低点的确认越多就越安全，相反，受到低点的确认越多，趋势线就越不可靠或者说越危险。每一次价格接近趋势线都是价格对趋势线的考验，每一次价格接近趋势线都是在表明趋势线有跌破的风险。因此价格接近趋势线的次数越多就证明趋势线被跌破的风险越大并且越不可靠，因为有很多次价格都有跌破趋势线的风险。相反如果通过两个价格相对性低点确定一条趋势线之后，价格离趋势线越远反而趋势线越可靠，因为趋势线很少受到价格跌破的考验，证明趋势线被跌破的概率很小，因为价格压根就很少跌到支撑线附近,那么哪来的跌破风险？因此慢牛看似安全实则蕴含极大的风险。

无论是慢牛还是浩浩荡荡的大牛市又或者是熊市，趋势线并不能作为预测股价波动的依据，因为趋势线形成的基础是相对性价格低点或者高点，是价格相对性低点或者高点决定了趋势线，而不是趋势线决定了价格走向。因此在绘制趋势线分析股价波动时不能本末倒置，把原因当作结果本身就是不对的。

第 6 节 波浪理论

有一种流行的技术分析理论叫波浪理论，这一理论是由拉尔夫·纳尔逊·艾略特创立的，波浪理论对后来的技术分析有着很深的影响，几乎每个股民都有所了解。但是这个理论我认为更多是艾略特本人根据经验总结的产物，理论背后缺乏科学依据的支撑，甚至缺乏实用性。理论的核心是把上涨和下跌分为八浪，很难想象为什么是八浪而不是十浪或者更多，在这里波浪理论并不能做出更好的解释。对于价格波动的每一个波浪，人们通常都会持有不同的看法，也许有人认为是第一浪，也许有人认为是第三浪，也就是说对每一个波浪的定位没有严格的标准，从而彼此指责对方对理论的不了解。实际上波浪理论并不是一个严谨的理论，也难说波浪理论是错的，就像很难去证明波浪理论是对的一样。因为对于每一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浪都可以有不同的解释，当一个理论有两种或者更多解释的时候这个理论本身就是不对的。

从时间上来看，价格波动的时间可以视为是无限长，这也就意味着在价格波动的漫漫长途中可以有无数个波浪。因此人们可以把这些波浪分为无数个八，完全不用去担心不够八的情况出现，这样就很难去否定波浪理论了。在价格的上涨中人们通常确实也能数出五个波浪来，因为在这个理论里面还会有修正浪的存在，人们甚至可以想方设法地找出五个上升浪来证明波浪理论的正确性。人们总能说服自己价格从哪里到哪里算一个波浪，直到数出五个波浪为止。因为有修正浪的存在就可以合理地数出五个波浪，而其他的波动都做修正使用。在股票价格走势的无尽波动中只要公司不破产那么永远都会有数不完的八出现。因此波浪理论更多是一些经验总结，缺乏科学理论作为支撑，也缺乏标准，因此实用性也会显得大打折扣。

无论是趋势理论还是波浪理论，这些理论对于之后的价格无论是涨还是跌都能得到合理的解释。就像预言家一样，对未来的预测总是会给出模糊不清的答案，对了他说得通，错了他一样说得通。这些理论都是在描述价格、描述心理，这些理论虽然可以很好地描述股票价格走势，但是却并不具备预测功能。这些理论只不过是在述说历史，证明不了未来会和过去一样，因为这缺乏科学依据。技术分析作为一种价格描述性理论，无论未来的价格走势如何，技术分析理论都可以提供这样的走势理论支持。而人们却把这种正确性作为了预测未来的理论，错误之所在就是把价格描述用成了作为预测价格的工具，这样的错误使用当然并不会带来很好的结果。和这些理论类似的分析还有很多的指标分析，正如均线分析一样，很多技术指标都是都是通过价格和交易量计算而来的，同样也是价格作用的结果，而不能作为预测价格的手段。

第 7 节　指标分析

指标分析是技术分析的一个重要组成部分，股票市场上指标有很多种，但指标基本都是价格、时间以及成交量的函数。MACD 称为指数平滑异同移动平均线，是从双移动平均线发展而来的，而移动平均线本来就是由价格计算而来的。威廉指标的变动主要由 n 日的最高价和最低价以及当天的收盘价和设置的天数来决定。KDJ 指标主要由 n 日 RSV 的值决定，其他的参数都是人为设定，而 RSV 的值主要分别由第 n 日的收盘价和 n 日内出现的最高价和最低价来决定。RSI 的计算方式显得特别些，因为指数并不是严格地由价格变动的值来决定，而是由价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向上向下波动的大小来决定。心理线指标 (PSY) 计算的是在 N 日中股价上涨天数在交易日 N 中的占比。能量潮（OBV）的计算由昨日的 OBV、sgn 和今日的成交量决定，因此 OBV 的变动根本来自于 sgn 和今天的成交量，sgn 与收盘价格有关。

这些指标无不与价格或者成交量有关，其中心理线指标 (PSY) 指标并不严格地计算每个交易日价格变动的情况，但是最终依然是为了反映 N 日中股票价格波动的情况，因此 PSY 依然是价格变动所表现出来的现象，是价格上涨天数的函数。类似的还有很多大趋势型指标，如腾落指数（ADL）、涨跌比例（ADR），超卖超卖指标 (OBOS) 等这些指标并不严格地去反映每只股票价格的波动情况，这些指标更多的是去体现股票市场中价格上涨家数和下跌家数的关系。这些大趋势型指标同样是价格变动所带来的结果，没有谁在规定的时间段内预测到上涨和下跌股票的家数，而上涨和下跌本身就是两种不同的价格现象。因此这些大趋势指标仅是在反映价格现象而已，并不能作为预测价格的手段。所以对于很多并不需要严格计算股票价格变动值的指标也是在反映价格的变动。OBV 的变动主要由价格和成交量两种因素决定，所以 OBV 指标和之前分析的很多指标有着很大不同的是指标除了反映价格之外还反映成交量，也就是说 OBV 指标是成交量和价格变动的结果。

由以上例子我们发现通过对价格和成交量这些因素的不同组合我们可以设计出无数的指标，但是无论人们设计的指标多么复杂和烦琐基本都是为了反映量价的变化。就像人们使用几种基本的食材可以做很多种食品，做出来食品的种类数会远远地大于这几种基本食材，但是制作食物的根本却只是有限的种类。所以对价格和成交量的各种加工可以设计出很多种指标，但是这些指标只不过是在从不同的角度去诠释价格和成交量的变化。

很多技术指标看起来非常复杂和烦琐，但事实上并不需要去计较指标的计算方法。技术指标几乎都是以量和价为基础计算而得，也就是量价的结果。所以指标的变动是因价格和成交量以及人们设计的时间周期而变动，所以指标都是价格和成交量的结果，并不能作为预测价格的手段。例如在均线分析中，当快线上穿慢线我们视其为黄金交叉，很多人认为这是股票价格将要上涨的征兆，但其实这是错误理解。短期价格快速上涨会引起短期均线跟着快速上涨，但是由于长期均线变动比短期均线慢，于是出现了快线上穿慢线即黄金交叉的情况。事实上黄金交叉是股票价格上涨的结果，因为股票价格上涨，所以出现了黄金交叉，而不是因为出现了黄金交叉所以才出现价格上涨。黄金交叉只不过是股票价格快速变动而产生的一种正常现象，把这种现象作为预测价格的依据事实上是不科学的。相反，当快线下穿慢线时视为死亡交叉，同样死亡交叉是股票价格快速下跌所产生的现象，并不是说因为出现了死亡交叉，所以股票价格要跌；而是因为股票价格下跌，所以均线发生了死亡交叉。在股价下跌的途中或者横盘的途中我们无法准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确地知道什么时候会出现黄金交叉，价格在上涨的途中或者横盘的途中我们同样无法准确地知道会在什么时候或者什么价位出现死亡交叉，甚至无论是在什么情况下出现黄金交叉和死亡交叉我们都认为是合理的。因此我们并不能准确地预知什么时候价格会发生反转。无论什么时候价格发生反转，从均线的走势上看都并没有什么不正常的，因为这些均线都只是价格走势所表现出来的现象。

指标和价格会呈现出很规律的变动关系，所以人们希望通过把握这种规律来获取利润，事实上这是不可取的。指标和价格之所以会出现规律性的变化是因为指标和引起指标变化的变量本身就是一种函数关系，因此必然表现出规律性的变化关系，但是我们并不能用这种关系来获取利润，我们不能用这种结果来作为预测价格的依据，它们仅仅是一种函数关系而已。因此这些指标可以用来很好地描述价格过去的情况，但不具备预测功能。

第 8 节　心理预期现象

通过画线或者指标所做的技术分析对价格仅有描述性功能，而不具备预测性功能。除此之外技术分析其中的一个方向是致力于解释市场心理，例如很多人用来分析有能力决定某只股票涨跌的那个人或者团体（俗称庄家）的心理，当然这个人或者团体是否存在很多时候并未确知。

股价通常还会受到某些人交易行为的影响，这些人又被视为主力。市场普遍流行一种跟着主力操作的行为，这一行为又称之为跟庄。首先恶意操纵股票是违法的，其次并不是每一只股票都存在市场所说的庄家。即便存在庄家，通常也并不知道他们的交易行为，因此跟庄行为可操作性比较差。市场普遍的现实是这样的，股民认为某只股票有主力，感觉主力在拉升，感觉主力在出货，等等。但是更多都是建立在感觉的基础之上，通常并没有实实在在的证据。例如通过查看资金流向和成交明细等方式来说明主力或者庄家的动向，但实际上这些都不能作为证据，因为一般情况下是看不到确确实实是谁在买，他的持仓有多少，什么时候买什么时候卖，如果不是站在这个人的身后明确看到他的行为，那么是很难得到确切判断的。因此所谓的跟庄很多时候是一种感觉或者经验的产物，很难得到确定的信息。股票价格的波动是所有参与者博弈的结果，可能有的人力量大一些，有的人力量小一些，但是短期来看是很难说股价接下来会发生什么样的变化。因此通过把握主力方向获利也是一种很难的操作方式。

很多股民会经常去考虑庄家在想什么，而庄家也在考虑股民在想什么，大家都会去想其他人都在想什么，于是彼此之间构成了一种复杂的博弈关系，不是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏就是我亏。但对于投资者来说，无论大家在想什么，也无论大家在做什么，只要公司的质量好，那么就会坚定持有。而对于很多股民来说，也许他知道公司是好的，但是大家认为不好，那么他也会跟着大家的思路走，因为大家都是这么想的。尽管事实和大家想的不一样，但是在大家看空的影响下很可能导致股票下跌，所以就算他知道实际上公司好也不会去买。

由于很多人会高度看中周围人对市场的看法，所以很多时候会产生信心危机，也许情况并不是很糟，但是在大家不看好的情况下自己也不敢买股票。人们对资本市场信心的强弱通常会影响到股价的涨跌，因此股价的暴跌或者经济大危机出现的萧条在某种情况下也是一种信心的危机。例如大危机引起的银行挤提导致银行破产、工人失业，更多时候是人们对经济失去信心，但真实情况可能并没这么严重。相反，当人们对未来一片看好，那么向好的信心会进一步鼓励人们投资，推升股票价格。反过来价格的上涨更是验证了心理预期的正确性。所以通过价格走势可以看出市场的心理，既然价格的波动可以描述出市场的心理预期，而技术分析可以描述价格波动，所以说技术分析可以描述市场心理。正因如此，有人试图去运用这种理论来分析市场心理，顺应这种市场心理来做投资决定，期望因此获得超额的收益。但和技术分析一样，心理预期同样不具备预测性功能。如果分析股市整体走势来试图了解人们对未来经济的看法也许可以取到一定的作用，但运用在某只股票上，那效果可能就更弱。当具体到某只股票时就得去预测少数人的心理，而这就更难。人们可以很容易地了解到大家对某类事物普遍的看法，例如大家对经济普遍是看好还是看坏，但是人们很难清楚一个人心理的想法，试图去理解一个操控股价的人的心理想法就更难。也许今天人们普遍看好国家经济，但谁也没法担保明天还是一样的看好。所以心理预期依然具有的是描述性功能，并不能起到预测的作用。

谁也不能保证市场心理在明天依然能够得到持续，也许第二个交易日的市场暴跌就可以打破良好的心理预期，一个不良的消息就可以终结一个牛市的预期。例如股票价格在某种良好心理预期下可能会持续上涨，就算价格远高于其真实价值的时候也没有下跌的表象，股民们依然会争相买入，就是因为预期价格还会上涨，但这是一种击鼓传花的交易行为。击鼓传花的行为又被视为博傻，他们知道股票价格已经高估，但是只要股票的价格还能维持上涨就能够赚取利润。虽然以很高的价格买入股票已经变得很傻，但是人们并不担心，因为大家都相信有更傻的人会愿意以更高的价格来接手这些股票，关键是这种市场心理预期能够持续维持价格的上涨。但是没有谁能预测到这种良好的预期是否还能持续或者能够持续多久。博傻并不是说人们很傻，实际上人都是理性的，

理性指的是说在多个选择方案面前，每个人都会选择自己认为对自己最有利的那个方案，这就叫作理性。并不是一定要是对的才叫理性，而且个人理性和社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会理性也不一样。也许个人认为是最好的选择，这是理性，但也许这个选择是错的。个人选择的对自己也许是好的，但是对社会也许是坏的；对个人是理性的，但是对社会却不理性，这是有区别的。例如股市泡沫很大，按照社会理性来说是不应该再买股票推高股价，但是对于个人来说，只要股票在涨，那么个人就是赚钱的，那么按照个人理性的选择就是买入这些泡沫大的股票。对个人理性对社会却不理性，当泡沫堆积很高泡沫破灭就会引发金融危机。而发生金融危机，政客总是批评华尔街的贪婪、自私。但实际上这种贪婪自私就是个人理性和社会理性不一致的结果。

正如没有人能准确预测到互联网泡沫和房地产泡沫什么时候破灭一样，2008年中国很多投资者极度看好股市，良好的心理预期让人们喊出了涨到1万点的口号。当股市价格涨得过高就会出现泡沫，价格越高泡沫就会被吹得越大，泡沫吹得过大必然酿造出浓厚的投机氛围。但是泡沫不可能被无限地吹大，泡沫水平要受到资金的限制。在短期内，市场资金可视为是一个固定的量，在和平稳定的经济环境里，货币的增量通常都是较为稳定的。无论是来自于投机部分的资金还是谨慎动机部分的资金都是有限的，因此价格泡沫不可能无限地被吹大。泡沫被吹大的极限是投机资金和投资资金之和可维持的水平，当维持泡沫增长的资金达到极限，那么泡沫必破，所以价格上涨的预期是存在极限的。2008年随着房地产泡沫的破灭导致股市崩盘，更没有谁能提前想到情况会变得这么糟糕。在很短的时间里良好的心理预期最后变成了一片悲观，也没有谁能预测到这样的心理预期会变化得这么快，后来上证指数一直跌到1664.93点。按照2013年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·J·席勒《市场波动》一书里谈到1987年的黑色星期一，这一天发生股价暴跌，但人们甚至很难找到导致市场暴跌的根本原因。2008年中国股民喊出了指数上涨1万点的口号，而随后的大危机也是让人始料未及的。股价的表现可以反映出当下投资者对市场的信心和投资者对未来的期许，但我们发现这种预期变化得如此之快，一个股评家今天还看多，也许明天就看空了，因此预期并不能预测未来会怎样。

心理预期不具备预测性功能，因为大家并不知道这种预期会在什么时候发生改变。事实上不会有任何理论有预测性功能，根本原因在于未来是不可预测的，未来发生的事是由无限因素作用的结果，事先是没法计算和设计好的。因此基于技术分析了解市场心理和分析股票价格走势一样心理预期不具备预测功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 节 市场信息

除了技术分析理论的普遍运用外，市场比较盛行的还有靠消息炒股，靠消息预测股价走势。市场价格确实会受到消息的影响，好消息会令股票价格上涨，坏消息会令股票下跌，至少会存在这样的倾向。首先是消息影响了人们的心理预期，消息改变原先人们对这个市场或者某家公司的看法，这种看法的改变就是投资者对市场或者某家公司的预期发生改变，然后这种心理预期的改变影响了股票价格，而最后价格反映了这种心理预期。之前说过市场心理并不能作为预测工具。市场消息会引起价格激烈波动，但并不能在消息公布之后得到利益。消息公布之后要么股价急速波动，让人手足无措；要么市场并没称心如意地反映这种心理预期。

股价在波动过程中会受到无限因素的影响，可以是一个消息，可以是一个政策，甚至天气对股票价格的波动都会产生影响。但对于投资者来说无论是消息政策，还是天气都是很难去把握的，投资者不知道什么时候会出现一个什么样的消息，或者说会在什么时候出现某一个政策，因此对消息和政策的把握是困难的。另一方面无论是消息还是政策对股价的影响都是短期的，因此从时机上来说也是很难把握的。投资者可以知道消息是利好还是利空，但通常并不知道这种利好或者利空到底有多大，而且也并不知道这样的消息对股价的影响时间会持续多久。因此投资者在对短期股价的把握上通常是困难的。市场上确实有通过把握消息获得成功的，但是很多时候却不能排除存在很多幸运成分。

在日本有一个名叫是川银藏的人对利用消息炒股做得相当出色，但最终也因此而失败。是川银藏可以说是一个全才：股票大师、农学家、矿物学家、地质学家、商人。据说是川银藏成功地预测了第二次世界大战，当他发现德国、苏联、英国、法国等很多国家在很多不重要的项目上大幅度增加预算，从而猜测世界可能会爆发一场大规模战争。例如当他发现苏联突然大幅度增加对西伯利亚的开发费用，大量修建铁路，把西伯利亚的铁路由单线改为双线，从而推测世界将有大战爆发，所以鼓励身边的人卖出股票，从而避开了第二次世界大战对股市的冲击。例如是川银藏还通过考察美国黄金储量的变化来预测到了布雷顿森林体系崩溃的时间。

1974 年田中角荣上台并提出了改造日本列岛，从而导致地价和物价快速上涨。1976 年是川银藏买入日本水泥公司的股票，到 1977 年 7 月是川银藏持有日本水泥公司的股票超过 3000 万股，成本大概在 130 日元每股附近，成为该公司第一大股东。6 月以来，水泥价格持续上涨。到 10 月 20 日，日本水泥公司股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨到253日元每股。在股价不断创出新高的过程中是川银藏以高于300日元每股价格逐步卖出股票，其间获利据称超过300亿日元。

1981年9月18日是川银藏看到金属矿业事业团在鹿儿岛县发现高品质金矿，而相关地带的所有权是住友金属矿山公司。是川银藏根据过去在朝鲜经营矿业的经验判断矿脉非常长，在距离700米的两处钻孔分别发现金矿。而从四国的四万十三川到九州南端的地质属于水成岩，水成岩的金矿脉一般分布较为规则，通常都是连续的。也即是说住友金属矿山公司掌握了一座开采价值极高的金矿，9月18日住友金属矿山公司的股价大概为240日元每股，是川银藏开始大量买入住友金属矿山公司股票。一开始只知道发现矿山，但是到底有多大人们并不清楚，而是川银藏根据过去经营矿业的经验判断这是一个非常大的金矿，所以才敢大胆买入住友金属矿山公司股票。直到后来发现矿山藏金有100吨，价值2500亿日元以上。后来住友金属矿山公司的股价上涨突破1000日元每股，是川银藏也在股价逐步上涨的过程中卖出股票。

是川银藏对股票的投机并不是都是成功的。1965年5月铜价极度低迷，每吨批发价跌到30万日元，过去铜价曾经一度高达80万日元每吨。1978年是川银藏开始以210日元每股价格买入同和矿业股票，当时同和矿业的炼铜业务占全日本的20%，具有很强的规模优势。1979年铜价上涨到50万日元每吨，6月份同和矿业股价也因此上涨到344日元每股。10月之后伦敦铜交易所库存大幅度下降到仅有8万吨，并且很快爆发第二次石油危机，苏联对阿富汗增兵。战争阴霾笼罩天空，而生产子弹的主要原材料就是铜。同和矿业的股价因此而大幅度上涨，是川银藏在此过程中也不断增持同和矿业股票。在同和矿业股价不断上涨的过程中是川银藏不断地调高预期，从一开始的500日元到800日元再到后来的1000日元，最后认为1500日元不是梦。可是同和矿业的股价上涨到900日元之后开始下跌，后来股价跌到773日元之后，是川银藏感到900日元就是顶，而此时是川银藏持有该公司的股票已经高达6千万股，一旦大量卖出股票必然会导致价格加速下跌。到次年的5月8日公司股价跌到507日元，股价开始逼近是川银藏买入的成本价，是川银藏艰难处理了手里持有的股票，并因此而弄得心力交瘁。在同和矿业股价上涨到最高时是川银藏持有的股票市值高达300亿日元，不过最终还是只是纸上富贵，据说结局是勉力能够保本出局。

从是川银藏购买股票的风格来看，更多的是通过对消息的分析来寻找机会。整体来看他是成功的，但是还不能证明利用消息就可以取得投资的成功。首先是川银藏在通过消息买股票的时候很多时候存在很大的幸运成分，实际上他并不是购买的股票都是成功的，例如购买同和矿业的股票是失败的。还有他对第二次世界大战的预测，通过各国在一些不重要的项目上增加预算，并且苏联不断向西伯利亚增兵来预测即将发生大战，这种成功的预测不得不说存在臆测的成分。例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在冷战期间爆发古巴导弹危机，苏联和美国军备竞赛愈演愈烈，但是并没有因此而发生大规模战争，因此这种对战争的预测是不确定的。还有是川银藏对黄金矿脉的分析，虽然说水成岩的金矿脉一般分布较为规则，通常都是连续的，但是这并不是必然。因此他的成功很多时候也得益于运气好。

通常在消息公布之后股民是很难因此而获利的，因为消息公布之后股价立马就会得到反映。而是川银藏之所以成功是因为他是在消息公布之前买入股票，而这些将要公布的信息是通过分析得来的，这些事可能会发生，也可能不会发生。这种臆测很多时候是危险的，例如他购买同和矿业股票就是失败的。因此对未来可能性的预测并不是一种稳妥的做法。股民经常会预测这家公司未来会怎样，但是这也仅仅是一种可能，如果为这种可能而买入高价股或者质量比较差的股票是危险的。

在中国大陆股票设有涨跌停板制度，普通股票涨跌幅为 10%，涨到 10% 之后很再难买到，跌到 10% 就再难卖出。当一个很大的利好消息发布之后会引起股价暴涨，于是接下来几天通常是开盘直接涨停。尽管股民知道股票会涨，但很难从这种快速上涨中得到实惠，因为根本买不到。一方面好消息会导致卖者惜售，另一方面买者已经不能出一个更高让卖者接受的价格卖出股票，因此巨大的好消息几乎不能让投资者在消息公布之后获利。当投资者有机会买的时候价格已经反映了这种心理预期，再买只能承受更大的风险。因为人们对公司未来向好的预期已经体现在了股价上。通常在好消息下的预期都是美好的，而公司最终实现这样的预期通常是很困难的，因为上市公司和市场上的人通常都会乐于夸大某种利好的消息。在股价因为某个利好消息而大涨之后，通常价格会透支未来几年的公司业绩。股价越是大幅上涨，价格泡沫吹得越大，那么透支公司未来的业绩就越多，公司未来挤掉股价泡沫所花的时间越长。所以涨停板打开的股票价格通常是要背负太多期望的，而这些期望就是很大的风险。

市场消息对价格的影响是确实存在的，但是市场消息产生的心理预期会很快体现在价格上，消息公布后投资者很难因为此消息而获利。有人会说，例如某天晚间发布了一个重大消息，那么就可以在这个晚上预测到明天的股票会涨还是会跌，因此通过知道消息可以预测到价格的涨跌。但事实上这是没有太大意义的，人们之所以知道第二天价格会涨还是会跌这是因为人为阻止了价格对消息的表达，价格现在之所以没涨是因为现在不能交易。如果一天连续 24 小时交易，那么价格将会瞬间反映消息所产生的作用。股票每天交易 4 个小时，每周有 5 天，而晚间并不交易。那么这样的预测就几乎毫无用处，这只不过是在交易间歇时间知道消息罢了，在时间上人为地推迟了消息对股价的作用。要想在知道信息后从中得到好处是很不容易的，消息在价格上得到完全反映之后，要想买入就得承担很大的预期风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个重大利好的消息公布，人们很可能就会知道未来几天股价会涨停，这造成了可以预测到未来几天价格波动的错觉。之所以能够知道未来几天价格波动的情况是因为人为地阻止了价格对消息的表达，本来价格对信息的表达可以在一瞬间完成的事分作了很多天来完成。假如没有 10% 的涨跌幅限制会不会好些呢？当然不会，因为股票价格一样会在瞬间体现出市场的心理预期，这样能从中得到好处的投资者依然不多，当股价瞬间涨了 60% 或者更高时投资者再买入只会背负更多的预期风险。所以涨跌停板制度只不过是人为推迟了价格反映消息和心理预期的时间，并不能说消息或者心理预期有预测的作用。例如股票价格本来可以在一瞬间涨 60%，只是加上涨跌停板的交易方式后把这 60% 的波动水平分成六个交易日来完成罢了。但是结果却很相似的，一瞬间涨 60% 和六个交易日涨 60% 基本是没区别的。

能从消息中得到好处的是那些在消息还没公布之前做出决定的人，在好消息公布前买入，在坏消息公布前卖出。但这些和体现消息有预测功能是没有关系的，这完全可以归功于他们运气好，或者他们提前知道了消息。持有股票的人可以在好消息公布之后得利，因为在价格对消息进行表达的时候他们正持有这样的股票，可以获得利好消息带来的盈利。但人们很难在好消息公布之后买入股票获利，因为股票价格会很快地对消息进行表达。但这并不是说越是提前持有股票就会越好，因为在利好消息公布之前持有股票固然有利，但人们并不能预测到利好消息的发生。而且市场公布的消息既有利好消息，同样也有利空消息。提前买入股票的人可以获得利好消息带来的利润，但提前买入的人同样也会因为利空消息而带来损失。例如当某个重大利空消息发布之后，公司的股票可能会发生连续很多个跌停，这时提前持有这家公司股票的人基本卖不出股票，此时价格的下跌会造成巨大的亏损。所以，消息公布之前持有股票的人既有好消息带来获利的机会，同时也有坏消息造成损失的可能。相反，在消息公布之后买入股票的人，虽然没有好消息带来的利润，但同时也摆脱了坏消息所可能造成的损失。

从原理上来看，人们并不能利用已经公布的消息获得利润，但现实情况要复杂得多。例如某个消息公布之后，价格并没有在一瞬间完全表达人们的预期，一瞬间变成了一段时间。某个重大利好消息公布之后，股票价格连续上涨，但并不全是涨停板，可能会在一段上涨的途中多次打开涨停板，也就是说消息公布之后为人们提供了买入机会。当股票价格在一段时间内结束上涨，那么在涨停板打开而且为消息公布后的人们提供了充足的买入时间，那么就会为在中途打开涨停板买入的人提供获利机会。通过这样的模式，会发现在利好消息公布之后可以获得利润，而且有充分的理由认为这段上涨是利好消息所造成的结果。确实，股价涨停打开之后接下来的上涨很可能也是原先消息所造成的，但情况就要复杂许多。

我们可以这样来看，利好消息公布之后价格立即对消息进行表达，在这一段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间股票价格连续涨停，在没有涨跌幅限制的情况下股票价格瞬间上涨完成对消息的表达。当股票价格对消息进行表达之后，涨停板打开，并提供给很多人买入的机会。在没有涨跌停板限制的情况下股票价格瞬间大幅上涨完成，并且在高位横盘，这时给在消息公布之后的人们提供了买入机会。尽管价格对消息表达之后出现了购买机会，但此时的股票价格已经涨得很高，如果在高位买入就会背负更多的预期风险。但是当人们认为价格已经对消息完成表达之后，股价在横盘一段时间之后继续大涨，而且这种上涨依然是之前的利好消息所带来的。在整个上涨过程当中可以认为都是利好消息造成的结果，涨停板打开或者没有涨跌停限制的上涨在横盘时为消息公布后的人们提供买入机会这段时期视为价格对消息第一阶段的表达，也称为第一波上涨。在涨停板打开或者横盘之后继续进行的上涨视为第二波上涨，这也就意味着可能还存在第三波或者第四波。

这样在第一波的上涨结束后视为价格已经完成了对消息第一阶段的表达。在之前的观点中视为价格已经完成了对消息的表达，第一阶段完成之后买入的人会背负更多的预期负担。因此在价格第一波上涨完成之后，人们并不能准确地知道是否会有第二波的上涨，更不能预测到还有第三波的存在。因此在第一波上涨完成之后，人们预期消息会对价格产生更大的作用，也就是说认为利好消息好还会导致进一步的价格上涨。所以认为第二波上涨是由新的预期所导致的，这个新的预期是利好消息对价格上涨应该有更大的助推作用，因此可以认为第三波、第四波上涨也是由新的预期所导致。所以可以认为消息在第一波上涨中已经完成表达，而第二波和第三波上涨则是由新的预期所产生的，而且人们并不能准确地知道这种新的预期是否存在，也就是说人们并不能准确地预测第二波和第三波上涨是否会发生。因此在整个上涨的过程当中都是由一个利好消息所造成的，但是对于第二波和第三波或者更多的上涨都是由新的预期所导致的，而新的预期来自于原先消息的衍生。初始公布的消息已经在第一波完成了表达，而第二波和第三波的上涨只不过是初始消息派生出来的新预期造成的结果。

相反，如果第一波上涨由于价格涨得过高，股票价格对未来的透支过大，第一波的涨停板打开或者没有涨跌停板限制的瞬间上涨完成并处于横盘阶段，人们可以在完成第一波上涨之后买入股票。如果由于股票价格透支企业未来太多，第一波上涨完成价格对消息的表达之后随即股票价格发生了下跌，在第一波上涨完成之后买入的人就会发生亏损，那么认为第二波不是上涨而是下跌。第二波的下跌是由于第一波上涨得太多，人们并不认为利好消息能产生如此大幅的上涨，所以接下来股价只好下跌。因此第二波的下跌同样是新预期造成的结果，而第一波的上涨实际上已经完成了价格对消息的表达。

因此因为某一个消息或者因为某一个政策导致了大牛市的产生，这个消息本该在瞬间完成表达。只有在消息公布之前持有股票的人才能因为某个消息而获利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者发生损失。但是一个利好消息之所以能产生持续的牛市，而且在这段期间不断地提供了新的买入机会，这并不能证明可以通过某个消息而轻松获利，因为持续的牛市是不断地新预期出现的结果。而事实上消息已经在第一波价格波动中表达，之后的价格波动都是基于消息所派生出来的新预期产生的。因此在牛市之中，人们很难把握新的预期是否会持续出现，或者新的预期会在什么时候结束。所以牛市期间容易产生对市场一片看好的情景并不断地吹大价格泡沫，从而形成击鼓传花的交易行为。就像一个牛市因为某个消息作为起点，这个消息为牛市提供了第一个作用力。第一个作用力作用完之后人们在基于第一个作用力的基础之上给出了第二个作用力，第二个力继续助推价格的上涨，当第二个作用力作用完之后人们又在前两个力的基础之上派生出第三个作用力继续助推股票价格上涨。例如因为某个消息导致股价上涨，之后因为股价上涨，当人们看到存在赚钱效应的时候也来买股票，于是大家一起推动股价向上，然后又有更多的人参与，这种助推股价上涨的力量越来越大，可是除了第一个作用力，其他的力都是消息衍生出来的新力量。在牛市中无数的新预期在被创造，但是没有谁能保证下一个交易日依然会产生新的向上作用。例如在 2008 年谁也没想到金融危机会发生，当时 A 股还喊出 1 万点不是梦的口号，可是这种好预期很快在 2008 年就发生破灭。好消息催生良好的预期，这种预期助推股市不断上涨，但是没人能预测明天会有什么样的新预期出现。利空消息所产生的作用和利好消息所产生的作用原理类似，只不过是作用方向相反。

为了扭转利好和利空消息的平衡局面，有一部分人致力于寻求内幕消息，也就是说在消息还没公布前就提前知道，这样就可以提前布局。但对于普通投资者来说都能知道的内幕消息就不是内幕消息了。有的人甚至打着内幕消息的口号来出售消息，那么人们就必须分析这种消息的真实情况，就要看取得这个消息的成本有多大。可能是金钱的代价，也可能是违法的风险，当要付出这两样东西的时候更需要做出权衡。

就消息本身来说对股价是不具有预测性功能的，当消息是在众人皆知的情况下，投资者是很难在消息公布后通过交易获得利润的，因此靠消息炒股是不可靠的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 节　熔断

由于中国股票市场建立时间短，股市投机氛围浓烈，因此为了保护投资者，中国证监会实行了熔断制度，也即是说个股涨跌 10% 就停止上涨或者下跌。就制度本身来看，对投资者的保护是好的，有效阻碍了股市的不正常大幅波动。例如在没有涨跌幅限制的新三板市场，有的股票瞬间可能上涨数倍，而有的股票可能很快就下跌 80%，从这里来看 A 股 10% 的涨跌幅限制是有效保护了投资者。直到在 2015 年中，中国股市发生了史无前例的下跌，下跌速度之猛是 1990 年建立股市以来不曾有过的。2015 年 6 月 19 日上证指数指数下 6.42%，6 月 26 日上证指数下跌 7.4%，7 月 27 日上证指数下跌 8.48%，8 月 24 日上证指数下跌 8.49%，8 月 25 日上证指数下跌 7.62%，千股跌停成为这一时期的常态。

同样为了保护投资者的利益，证监会沿用过去对个股熔断成功的经验，决定对大盘实行熔断。具体做法是如果大盘下跌 5%，那么市场停止交易 15 分钟，因为大盘下跌 5% 很多情况下是市场过激反应的表现，所以决定给市场 15 分钟的时间冷静。15 分钟之后股市继续交易，但如果当天股市下跌 7%，那么当天就停止交易。这一制度在 2016 年初开始实行，可是实行的结果是，2016 年 1 月 4 日指数下跌 6.86%，交易到下午 13 点 13 分大盘下跌 5% 熔断 15 分钟，13 点 27 分开始交易，13 点 34 分下跌达到 6.86% 直接全天熔断。1 月 7 日开盘交易 13 分钟之后指数下跌 5% 熔断 15 分钟，直到 9 点 58 分重新交易，很快 9 点 59 分直接全天熔断。1 月 7 日的股市下跌创出了中国股市交易时间最短的记录，9 点半开盘到 9 点 59 分结束，除去中间 15 分钟的熔断，全天交易也就 15 分钟而已。大盘熔断产生如此大的市场震荡，熔断机制推出之后 4 天很快就被叫停。

实际上大盘熔断不是中国自创，欧美也有，但为什么中国熔断会造成大跌？为什么美国熔断不会造成大跌？无论是实行熔断还是暂停熔断，证监会背后的理由都是维护市场稳定并保护中小投资者，出发点是好的，但是不同的制度在不同的社会环境下通常会产生不同的效果，所以任何制度都不是放之四海而皆准的。在美国，如果市场发生大幅波动，那么熔断可以让市场冷静思考一段时间，从而令非理性波动的交易停止。但在中国，引入熔断机制之后，只要股市下跌幅度比较大就会引发恐慌性抛盘。在中国之所以采用熔断之后大盘跌幅扩大就会引起雪崩主要是中美两国的制度环境不同，在美国，尽管大盘有熔断，但是个股并没有。美国主要是在尽量防止系统性风险的发生，而不是防范非系统性风险。但就历史环境来看，发生系统性风险的情况是比较少的，那么熔断使用到的情形就会很少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是在中国，中国个股是有涨跌停板限制的，长久以来，中国股民对跌停板产生了恐惧症。因为跌停熔断之后非但大幅度亏损，而且股票卖不出，因此害怕跌停成为中国股民的共性，而这种特性美国没有。

长久以来这种恐惧跌停的心理根植于中国股民，一旦股票有跌停危险，股民就会有争先出逃的动作，从而加速下跌。而大盘熔断的实质就是大盘跌停，那么在这种害怕熔断跌停的股民习性影响下，一旦大盘跌幅过大，就必然引发恐慌性抛盘。而这种恐慌性抛售又进一步加速股市下跌，距离熔断又会更近一步，从而陷入恶性循环。第一次熔断 15 分钟后，这种恐慌情绪更是加大，因此 15 分钟后这种抛售力度会更大，会更快地到达下跌 7% 产生第二次熔断。因此熔断机制的推出导致了淮南为橘淮北为枳的效果，在美国可以运行良好，但是到中国却并不适用。

事实上单单从熔断机制来看，熔断是中性的，熔断机制的提出并不会令一个国家的经济变得更好，也不会令一个公司的业绩变得更坏。股市暴跌主要原因还是熔断背后本身所存在的利空因素所致，比如注册制的推出、大股东减持禁令的到期，等等。因此中国熔断机制的使用产生了如下情形：首先有利空因素，然后利空因素导致股市下跌，然后股市下跌幅度过大，然后股民在对跌停恐慌的股民特性影响下极度害怕不能出逃，然后开始恐慌性抛售，然后股市加速下跌，然后熔断。如果没有熔断，那么尽管股市大幅度下跌，这种不能出逃的情绪并不会集体爆发，反而会期待接下来的反弹，所以并不会引发恐慌性抛售。因此中国熔断失败与美国熔断成功根本区别在于中国早在制度实行之前已经形成了股民跌停恐惧症，而这一点美国没有。

第 11 节　交易制度

在中国股票市场有很多独有的特性，例如中国股票市场有熔断机制，另外一个特别的特性是中国股票市场采用 T+1 交易制度。T+1 交易制度指的是说当天买入的股票当天不能卖出，只能在下一个交易日卖出。而且中国股票市场只能做多而做空困难，从而导致中国股市交易灵活度相比于国外市场存在很大差距。

中国股票市场不一样的交易制度产生了一些奇特的现象，例如从中国 A 股上证指数 5 分钟 k 线图走势来看会发现每天成交量基本都会形成一个量坑的奇特现象。早上 9 点 30 附近与下午 3 点收盘附近的成交量会比较多，而盘中其他时间的成交量明显要少得多。为什么全天的成交量不是均匀分布？为什么成交量会集中在早盘和尾盘？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

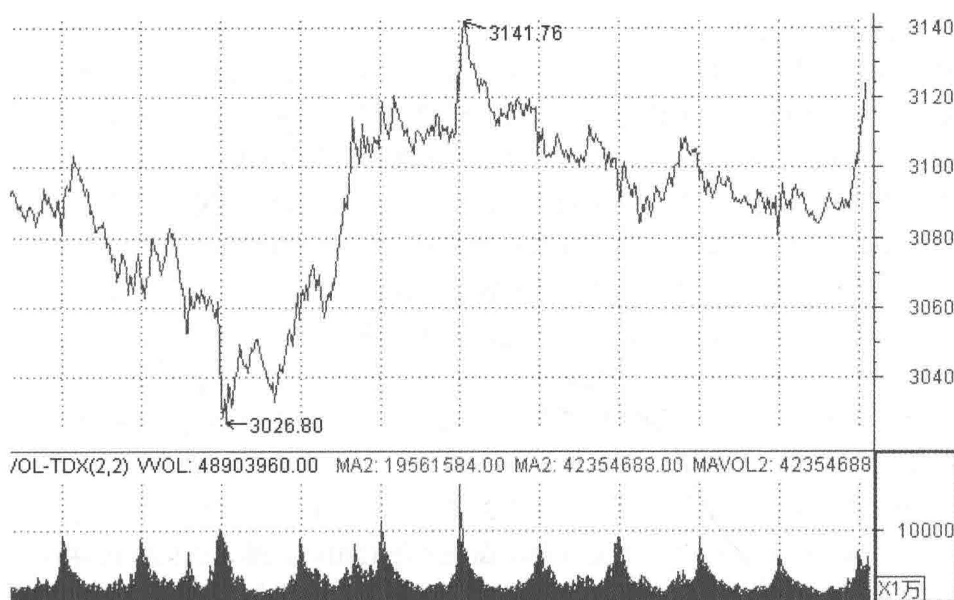


图 5-1 2017 年 5 月 19 日到 7 月 6 日上证指数 5 分钟 K 盘面图

中国股市交易量往两端倾斜我想主要原因之一是由中国证券交易制度上的问题造成的。中国股票市场目前是实行 T+1 的交易制度，也即是说在当天买入股票之后不能当天卖出，最早卖出也只能等到下一个交易日。因此如果投资者在早盘或者相对早一些的时间买股票一旦午盘股票下跌，那么投资者只能看着亏损不能作为。同样，如果早盘买股票，但是午盘股票大涨，本来有机会卖在高点，但是由于 T+1 机制的存在也只能选择无奈地放弃这样的优质机会。那么如何避免这种下跌和上涨都不能卖出缺陷？避免的方式就是在尾盘买股票，由于股市接近收盘，那么接下来可供股市波动的时间已经很少，也即是说股市波动的不确定性大大减小，收盘之后股价就会定格在下午 3 点的最后一笔成交价。在实行 T+1 的制度下，时间成了股民的一种风险，因为买入股票之后无论价格怎么波动股民基本只有选择不作为，而距离收盘的时间越长，就越难估计股价的波动。可是在收盘前几分钟买入股票，那么基本可以确定股票价格将会定格在当前成交价的附近，这就不用太担心股价可能出现大幅波动而不能卖出股票。在第二个交易日，如果股市出现大跌或者大涨，那么股民可以从容地卖出股票，这样就可以规避 T+1 交易制度所造成的在股票大幅波动不能作为的缺陷。因此在 T+1 交易机制下，为了减小股价波动而不能作为的风险，投资者普遍会选择在尾盘买股票，如果投资者集中选择在尾盘买股票，那么就会造成尾盘成交量明显普遍增加的现象。

在前一个交易日尾盘购买股票如果在今天股市开盘发现股市大涨或者大跌，或者说出现自己认为应该卖出股票的价格走势，那么投资者又会卖出股票，之后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在尾盘再选择买股票。另外，在早盘开盘前 9 点 15 到 9 点 25 有一段集合竞价的间段，而在开盘之后股市的成交量不光反映开盘这个时点的成交量，同时还会反映集合竞价期间所形成的成交量，因此这就会造成早盘成交量同样也会比较大的现象。早上开盘，有的股票波动达到股民的预期，那么股民就会卖出股票，另外，股票可以选择在开盘前面一段时间卖出股票，然后在尾盘再选择更好的买入，从而也会造成早盘交易量比较高。还有在股市停止交易的时间段会产生对股市影响比较大的消息，而这些消息会集中在开盘这一瞬间体现出来，那么也很容易导致股民在开盘就买卖股票。可是一到午盘，人气也就会有所降低。

如果说尾盘会产生集体买股票的行为，那么会不会在尾盘容易导致指数上涨呢？事实上不见得，尾盘股市接近收盘，对于一些股民来说是购买股票避免 T+1 交易制度所带来的不利影响，从而导致股民普遍会在尾盘买股票。但同时也会产生大量股民在尾盘卖股票的行为，如果股民没有选择在早盘卖出股票，而是希望等盘中出现更好机会卖出，可是直到尾盘也并没有出现，那么股民就很容易产生换股的行为。股民会放弃表现不好的股票，重新换入自己认为表现更好的股票。对于众多股民来说，大家的意见是不统一的，一个股民卖出股票的理由很可能会成为下一个股民买入的理由。因此确切地说，中国股市的 T+1 制度导致了中国股市成交量两头高中间低的情形出现，股票市场早盘和尾盘会变得比较活跃，而午盘则冷清许多。

第 12 节　退市

中国股票市场从建立到现在，成交量越来越大，上市公司的数量也越来越多，而这很大原因得益于中国经济的高速增长。在中国股票市场，上市公司的数量不断增加，但上市公司存在一个退市难问题。当一家公司的股票缺少退市的风险，就会给交易者一种安全感。因为就算股票价格再怎么低都能找到买主，不用担心会亏掉所有的钱，而退市风险越低，提供这样的安全感就越高。当人们深信一家公司不会退市时，这有助于冒险精神的提升，在无尽的价格波动中股票始终会存在获利的机会。股票的价格轨迹会一直延续下去，助推了人们去研究它的价格轨迹，从而忽视支撑价格的资产状况，从而导致价格和资产相互脱离的情况出现，让价格分析独立出来。

例如江苏舜天船舶股份有限公司 2015 年严重亏损，公司每股净资产为 -14.17 元，但是其股价在 2015 年 8 月 5 日依然有高达 8.75 元每股的价格。每股净资产为负值，让人很难理解股民会花钱去购买负债。在技术分析盛行的年代里，股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经脱离公司资产而成为一种独立的分析因素，但事实上价格是不能独立于公司的资产存在的。当价格与资产分开之后，技术分析在单一价格因素下得以建立。在这样的情况下使人们更为关注价格的变动，像关注心电图一样，而且不用关心波动的终点在什么地方，从而忘记股票价格之所以得以存在的基础资产状况。事实上支撑股票价格的是其背后所代表的资产和盈利能力，假如没了这两项，那么股票将不复存在。例如公司破产，那么公司股价也将不复存在。

只要公司会破产，那么股票自然就会有摘牌退市。由于不可能存在没有破产公司的市场，所以绝对不退市的股票市场就不存在。但是当一个庞大有几千支股票的市场，每年退市的公司只有几家或者没有，那么不退市的安全感依然还是很高。公司退市比例越少，那么提供的安全感就越高，而提供的安全感越高就越容易助推投机心理。退市比例越低的市场越容易让价格独立于公司资产而成为独立分析因素。一个退市率过低的股票市场并不利于股市对资源的优化配置，同时还会助推投机之风，因为这样的市场里存在过多的糟糕公司，而又不能指望糟糕的公司能给投资者和社会带来很大的回报。如果糟糕的公司能很好地融到资金就会排挤优良公司，在一个投机氛围强的市场里，糟糕公司可以通过夸大其词或者通过编题材等其他因素以较好的价格融到资金，而良好的公司因为没能上市或者上市了却缺乏炒作热点而很难融到理想的资金。如果是这样的话，老实的优质公司取得的资金成本反而高，而不诚实编题材讲故事的公司融到资金的成本反而低。一个良好的市场是让优秀的公司能够很容易地融到资金，让资源流入优秀的公司和行业，让资金和资源退出糟糕无效的公司。所以良好的股票市场应该让差公司退市，为好公司提供良好融资环境，引导资源从低效行业流向高效行业。

我国大陆上市公司近 3000 家，但几十年来退市的公司寥寥。相比之下成熟的美国股票市场退市的速度几乎和上市的速度相当，这让美国民众显得更为谨慎，更为关心投资的安全性，因为股票一旦退市流动性就会变得很弱，找到合适的买家卖到合适的价格就变得很不容易。因此这让他们尽可能地去关注公司的质量而不是股价的趋势是怎么样，也不是只关注公司是否是市场热点，从而能够营造一个良好的投资环境。而我国的退市公司少之又少，给国人创造了一种安全的交易环境，股价再跌还是能卖出去，这几乎在大家的心里已达成共识，这样一来必然助推投机风气。既然股价退市难，那么公司经营越差，证明公司转型和重组的可能越大。而重组往往会导致股价大幅度上涨，所以有的人专门就去买差公司的股票，越差就越值得去购买，因为越差的公司重组的需求和力度会越大。

公司每股净资产为负，每股收益为负，但是股票还是有一个相当不错的价格，一样会有人花钱去买一堆负债，花钱购买亏损。给出的解释是公司会走出困境，公司可能会重组然后扭转不利的局面，正所谓衰极而盛就是这个道理。甚至很多人从不去看这些，之所以买这家公司的股票是因为感觉它会涨，完全仅考虑价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素和个人的感觉，以致不知道公司是做什么的。如果买入公司股票只打算持有很短一段时间，那么价格的走势才是考察的重点，至于公司是做什么的又有什么关系？有的人明明看到了公司就是一堆负债加上连续亏损，他们依然去参与交易，因为尽管公司的情况很糟，但是他们并不担心公司会退市或者破产。在这样的情况下，极差的公司只要有任何大的调整或者重组就能给买入的人带来很高的利润。假如公司已经糟糕至极，那么未来好消息会带来向上的价格冲击，而已经糟得不能再糟的公司也无所谓还会出什么坏消息。购买这些股票的人认为对于糟糕的公司来说经营环境会给公司管理层带来压力，管理层迫于股东的压力会尽力地去改变这种不利的经营局面，因此危机会令管理层更努力。而这些构成了尽管公司财务状况很糟但是依然有人愿意为此付出价格的理由。相比之下，一些好公司并没有一个好价格，而业绩糟糕公司会因为虚无缥缈的预期带来一个好的价格。缺乏很好的退出机制助推了人们很少去关心公司的基本情况，糟糕的公司反而有更多重组的可能，而重组通常会给公司带来脱胎换骨的改变，从而实现业绩骤然暴涨。同时重组通常会给股票价格带来暴涨，而价格暴涨往往是人们最为关心的因素，从而为一些股民提供了差公司投资的错误理由。

事实上连续亏损的公司很少能给投资者带来良好回报，而好公司价格尽管会受到一时的埋没，但未来必定上涨。差公司通常不会给股东分红，因为公司的财务已经被负债拖得苦不堪言，已经难有力量去回报股东。而要摆脱这种困境通常是不容易的，就算公司最后摆脱了这样的困境，在摆脱困境之前是很难有能力去回报股东的。黑龙江黑化股份有限公司从 2001 年到 2016 年都没有进行分红，从某种方面说并不是因为公司故意不分红，而是公司无红可分。例如 2016 年中报公布之后，公司资产负债率高达 144.25%，公司拥有货币资金 18.47 万元。而同期公司的流动负债为 12.33 亿元，总负债为 12.57 亿元。公司的负债大部分是短期负债，而公司的流动资产仅为 1.73 亿元，无论从货币资金还是流动资产来看公司的财务风险都是很高的，更难说去给股东进行分红了。2016 年中报显示公司的股本为 10.6 亿股，就算公司把公司所有的现金分配给股东，那么每股也是 0.00017425 元，那么也等于没分。因此对业绩差的公司来说并不是公司不愿意回报股东，而是公司的业绩不允许。有的人认为投资就是投资企业的未来，从而定性分析在整个分析思维体系中占有非常重要的比重，事实上这些预测很多是不准确的，时间是好公司的朋友是差公司的敌人。对于投资未来的预期，这本来就是一种虚无缥缈的美好愿望。相反投资者通过衡量公司当前的业绩表现和过去业绩表现来判断公司对股东投资回报能力的大小要实际得多，而不仅仅是去想象公司未来会怎么样。购买一家当下就很好的公司比购买一家未来可能会很好的公司重要。人们认为公司通过改变有可能在未来会给投资者带来很高回报，于是为这种预期赋予一定的价格，就像购买彩票一样可以为百万大奖的预期赋予两元的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一家差公司来说，这种预期是相当危险的。如果公司未来真的变好了，那么宁可在公司变好之后再投资公司。

既然人们愿意为有可能带来收益的东西支付价格，只要公司不退市，就一定有可能给股东带来收益，因此人们愿意为这种有可能付出价格。为了能很好地描述这种有可能带来的回报，于是人们大量地使用现金流贴现法估算股票的价值。也就是说现在股票价格高低要看未来公司可能给投资者带来回报的大小。而事实上现金流贴现模型带有很多的假设，例如假设公司按照什么样的速度增长，未来的市场利率为某个值等。但实际上公司成长的速度是不可能固定不变的，而且市场利率也不会一成不变。

只要不退市,那么股价涨到什么程度或者跌到什么程度理论上都是有可能的。不退市让很多股民对待质地优良的股票和严重亏损的股票变得同一化，人们不会担心亏得一无所有，也不用担心价格会跌到零，反正价格下跌终有一天会涨上来，所以股民容易把价格作为唯一考虑因素，从而让技术分析得以盛行。事实上不退市，而业绩又很差的公司严格来说是不会给投资者带来回报的，因为他们自顾不暇的财务是没有能力给股东回报的，交易这样的股票更多地只会产生交易成本溢出市场。合理的退市制度能够营造一个良好的投资环境，从而实现市场对资产的合理定价和对资源的优化配置。让糟糕的公司退市有三点好处：第一，如果让差公司退市，那么投资者可以转而投资好公司的股票，从而得到更好的回报。第二，让差公司退市可以告诫投资者要谨慎投资，避开业绩差的公司，选择业绩好的公司投资，从而营造一个良好的投资环境。让业绩良好的公司得到肯定和支持，淘汰业绩差的公司。第三，让业绩差的公司退市使市场资源得到了良好的配置，让股票市场的资金去支持优良的公司，而不是去支持差公司。

退市率低助推了股票的不公平定价并且会助推投机之风，而投机反过来助推了不公平定价，同时也会给股民带来极大伤害。如果差公司有好的股票价格，好公司并不一定有好的价格，那么就不能引导资源向高效行业流动。洛阳玻璃2016年6月8日的动态市盈率为8028倍，公司每股净资产为0.93元，公司经营长期亏损，但公司的股价却高达26.66元每股。也就是说公司按照现在经营水平，投资者需要花8000多年才能收回投资成本，而都说中华历史才5000年。另外，很多公司市盈率仅为四到五倍，而且公司业绩也很好，例如兴业银行2016年6月12日的动态市盈率仅为4.7倍。

中国上市公司退市通常要三年连续亏损才可能退市，但是不让公司连续三年亏损的方法事实上很多。例如可以在亏损的第二年重组，或者通过会计调整在亏损的第二年夸大亏损规模，然后在第三年轻松扭亏为盈，或者说在第三年通过大量处理资产增加营业外收入来扭亏。退市的宗旨应该是留下优良的公司，让差公司退市，让好公司能从股市融到资金。让投资者获得更好的投资回报，这只有好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司才能办到。如果差公司在退市之后经过整改实现了扭亏为盈，变为了一家好公司，那么当然可以重新上市，因为它又具备了回报投资者的能力。同时也证明了这不是一个落后产能企业，具备了一定的竞争力。因此合理的退市制度能对资源进行合理的配置，过低的退市率必然助推投机。

在中国，由于小公司股本小，容易受到操纵，而且中国股民大部分都是怀揣“赚一把快钱”的心理进入股票市场，因此中国小公司的股票价格通常很高。可是在成熟的资本市场，小公司的股票价格普遍很低，很多小公司价格严重低于公司的每股净资产，市盈率很多在 10 倍以下。因为小公司经营风险大很难为投资者带来稳定回报，因此价格低一些。风险大，所以股票价格低，这是符合市场规律的。但在中国股票市场，这种因股本小炒作容易，所以价格就应该高的想法是亟须改变的。造成这种现象的原因之一是中国股票退市难问题，股民很少有血本无归的感觉，自然就会不那么在意风险。对那些经营风险相对较大的小公司来说，股民非但轻视公司的经营风险，反而更看重公司的成长性高和股本小炒作容易的特点。投资者必须清醒地认识到，不管股票的价格有多低，只要公司破产就会什么都没有。因此投资者不要投资那些高资产负债率、经营不稳定的小公司。在中国股票市场，风险大的公司会被打上 ST 的标识，投资者不要轻易地去购买 ST 公司的股票。不去购买 ST 的股票并不代表除了 ST 公司之外其他公司的股票都可以买，但凡公司经营不稳定而且存在严重财务困难的股票都不应该去投资。

中国一些股民认为公司越差那么就应该去购买这家公司的股票，因为公司越差改变的空间越大。正如《周易・系辞下》这篇文章里所说“穷则变，变则通，通则久”，一家公司经营情况越差，那么资产重组的规模和可能就越大，通常每一次重大的资产重组都会导致公司的股价大幅度上涨，所以应该买入差公司并且有严重财务困难的股票。股民之所以会这样有恃无恐地买入濒临破产的公司股票，主要是因为他们料定公司的管理层不会眼睁睁地看着公司破产，同时也明白一家上市公司要退市是不容易的。而且银行通常也不希望公司破产，尽管公司负债水平已经很高，尽管银行知道贷款可能收不回来，但还会继续向公司贷款让公司继续经营下去。因为如果公司真的破产，那么原先的贷款就真的没有收回的希望。中国上市公司这种破产难和退市难助推了一些股民的投机心理，从而产生购买差公司股票的错误思维。中国股票市场要成为一个良好的投资市场，充分发挥市场对资源的配置功能，那就要让好公司上市、差公司退市，让股民有辨别好坏的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 节　收益期望

在金融资产交易里有一个流行的交易行为叫设置止损价格，目的是把亏损锁定，让收益无限地放大。股民一开始就设置好了允许亏损的空间，一旦价格到达止损线就果断地平仓结束交易。这样股民事先就可以确定可能造成的亏损数额，而这一亏损的数额对日后的资产状况并不造成巨大影响，因为人们允许亏损的数额通常都会很小。止损位的设置并没有一个明确的标准，对于每个人来说购买每只股票都有一个理由，而我认为止损位的设置就是推翻买入理由的位置，因此并没有一个明确的标准。

在设置止损位之后还可以设置一个止盈位，目的是不要让自己太过于贪得无厌。事实上这是一个令人费解的问题，从字面意思来看止盈位就是停止盈利的价位，当盈利上升到一定的程度就结束交易，假如说盈利可以一直持续下去，那么根据利润最大化原理就没有设置止盈的道理。价格不可能一直上涨，因此价格上升的趋势总会有结束的一天，但是人们并不知道价格结束上涨会在什么时候出现，所以需要设置一个预期获得回报的水平，这一水平又叫预期收益。止盈位设置得越高，证明投资者对股票价格未来的上涨越乐观，对上涨抱有的期许也就越大，同时预期收益也越高。假如股票价格上涨真的达到预期，那么就该按照当初设置止盈位平仓卖出股票，这样做的目的是防止股价未来的不利波动侵蚀掉现有的利润，这叫落袋为安。

实际上设置止损和止盈容易让人产生患得患失的心理，这也是对交易行为缺乏信任的表现。因为不信任决策的正确性，所以需要防范错误的发生，为了防范股价向自己预期相反的方向发展，所以设置止损位。同理，设置止盈位也是不相信股票价格还能够持续上涨，所以价格上涨之后急于落袋为安保住现有利润。这种患得患失的心理是对交易行为不信任的表现，也是交易者不自信的体现。

设置止损和止盈思维的出发点是设置一个高的盈利预期和设置一个低的亏损位，预期收益远远大于可允许的亏损，这样整体的预期收益还是相当可观的，但实际上这是有问题的。对于技术分析者来说，经过分析认为一只股票上涨的概率大于下跌的概率，上涨的空间大于下跌的空间，那么他就会买入这只股票。例如设置预期收益值为80%，而允许的亏损是3%，那么用预期收益减去可允许的亏损，那么整体预期收益就是77%。尽管股票价格到达止损线，但是很小的亏损也无伤大局，但预期收益可以让收益变得很高。这看上去是很合理的计算方式，但这事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实上这是完全不可行的，也是算不通的数学关系式，因为在假设价格随机波动的情况下，上涨概率的大小和预期收益的大小是成反比的。就像购买彩票一样，如果购买一张彩票的价格是两元钱，中奖后的金额是一千万元，但这并不能认为购买一张彩票的收益是 9999998 元，因为这里面还存在一个概率的因素需要考虑。尽管购票彩票中奖的收益很高，但中奖的低概率会让购买彩票的收益期望为负值。之所以有人愿意去购买，因为他们相信自己能够战胜概率。

设置高盈利预期和低止损位和买彩票是一样的，根本一点人们不可能通过这种预期就能够致富，否则人们就可以不用工作只要设置一个高的止盈和一个低的止损就可以变得富有，但这完全是不现实的。财富是工人用勤劳创造出来的，是投入人力、资本和土地的结果，财富就像物理学的能量守恒一样并不会凭空产生。通过对股价的炒作并不能创造财富，只不过是在进行财富的再分配，对财富进行转移，获胜者的盈利就是失败者的亏损。

通过设置高止盈位和低止损位来获取利润并不可行的原因是人们忽略了概率因素。假设股价波动是随机的，像物理学的布朗运动一样毫无规律。那么在未来股价波动接触到低止损位的概率远大于接触到高止盈位的概率。例如止损位设置为允许亏损 3%，止盈位设置为盈利 80%，那么未来一段时间内股票价格下跌 3% 远比上涨 80% 要容易，未来股票价格更容易到达止损线，而到达止盈位则要困难得多。在短期股价的波动中导致的盈利和亏损是一种财富的转移行为，所以通过设置止损线和止盈位并不创造财富，那么通过在短期设置止损止盈获取利润的期望值也应该为 0。

假设股价在短期内是随机游走的，暂不考虑其他因素对股票价格的影响。设股票当前价格为 P，分别设置一个高的预期盈利比率为 R_2 和一个低的止损比率为 R_1，收益 R_2 所在位置的股价远大于 P，股票价格 P 稍大于止损线 R_1 所在位置的股价。预期盈利价格远远高于止损价，止损价离现在的价格 P 最近，预期盈利价格离现价很远。设置股票在一段时间内的期望值为 E_r，假设股票价格到达止盈位的概率为 P_2 到达止损位的概率为 P_1。股票价格从现价涨到止盈线这一段区间内，股价接触到止盈线的次数为 1，假设股价在这段区间内接触到止损线的次数为 n。由于止损时交易者是处于亏损的状态，所以认为止损时交易者的收益为负。

则应有：

$$E_r=R_2*P_2-R_1*P_1=0$$
$$P_1+P_2=1$$

因此并不能通过设置一个高的止盈位和一个低的止损位来获取超额收益，因为股价未来接触到止损位的概率远大于接触到止盈位的概率，整体来看交易收益期望值为 0。设置的止盈位越高那么在一段时间内股价到达止盈位的概率就越低，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反到达止损位的概率就越高。概率的高低要看止损价位和止盈价位离现价的远近而定，假如止损价离现价很远，也就是说交易者可以允许有很高的损失发生，那么价格跌到止损价的概率也会下降。同理，假如交易者预期获得的利润不高，也就是说止盈位设置也很低，那么股票价格涨到止盈位的概率也就会变大。整体来看，交易者可以获得一次高的预期收益，但这段区间内，交易者可能面对的是更多次的止损情况出现。例如获得一次高的预期收益付出的代价是付出了 n 次很小的亏损，而 n 次很小的亏损之和应该等于这一次高收益的利润，如果不相等的话那么通过设置预期就可以创造或者消灭财富，这显然是不可能的。

事实上现实情况要复杂得多，对于通过短期技术分析设置止盈和止损并不能获得超额利润。在股票市场上面的假设排除了很多因素的影响，例如交易成本、货币的时间价值等等。在短期内，例如几天或者十几天，货币的时间价值很小，也就是说通过资本的投入在短期内获得的正常利润并不明显，所以以上交易的收益预期比较符合短线交易的情况，因为可以忽略货币的时间价值。尽管很多交易者在金融市场上从事了多年的交易，但是在经常进行短期交易的情况下，多年的交易被分为了无数个短期交易，有时这样的期限并不足一天。因此对于以上交易收益期望值模式在短期交易中可以考虑忽略货币的时间价值，至少这些交易者基本的出发点就是为了获得短期资本利得，并不去考虑货币的时间价值。再一个就是交易成本的存在，很多交易者频繁的交易还会付出很高的交易成本，所以在收益期望值中引入交易成本后收益期望值就会为负数。越是频繁的交易成本就会越高，所以频繁交易对股民是不利的。频繁交易既是对自己交易决策的不信任，同时也容易产生精神焦虑症。

第 14 节 资金溢出

频繁交易使用的分析理论大多为技术分析理论，还有消息交易和事件驱动等。但事实上消息也是技术分析的一块，消息改变心理预期，心理预期影响价格，但这些都是不具备预测性功能的。投机者把盈利的关键放在价格的上涨方面，忽视分红和公司业绩增长对股票价格影响的因素。按照感觉和价格表现出来的走势采取低价买入，高价卖出，价格下跌止损，这些成了交易的基本准则。这里的低买高卖并不是说在股价低于价值买入和在股价高于价值卖出，这里的低买高卖指的是相比于历史价格来说当前股价处于相对性低位，但有可能这种低价还是存在非常大的泡沫。例如腾讯股份这家公司在 2016 年 9 月末股价创出新低，当然这里有除权因素的影响。腾讯股份是一家互联网公司，2016 年 9 月 26 日公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价为 21.65 元，这是公司股票历史上的最低水平。按照历史经验来看公司股价已经没有更低了，那么按照技术走势低买高卖的原理就可以买这家公司股票，但实际上从价值上来看公司股价还是比较高的。2016 年第二季度公司的每股净资产仅为 2.41 元，2016 年 9 月 26 日公司股价是每股净资产的 8.98 倍，动态 PE 高达 160 倍，因此尽管公司股价处于历史低位，但是公司股价还是比较高的。从历史价格关系来寻找的这种低买高卖的行为又被视为做波段，这种行为并不是以价值规律作为决策基础，而是以历史价格波动路径作为决策基础。如果公司在第二天分红，宁愿选择今天卖掉股票以便下一交易日以更低的价格买入，压低持仓成本同时免征红利税。

以价格上涨为唯一收益来源的股票交易方式产生了亏损多盈利少的现象，因为这样的投机收益期望值是负的。假设人们对明天股市预测成功的概率为 50%，但无论是预测对还是预测错，结果都一定会承担一定的交易成本，这是导致投机盈利期望值为负的根本原因之一。一个不能忽略的事实是每次交易都会产生手续费用，手续费目前是在 0.3% 以下，而且还会被收取一定的印花税。其次，如果股民只考虑价格走势，忽略公司投资价值。那么在信息了解不充分的情况下股民很多时候会买入质量比较差的公司，也会经常卖出质量比较好的公司。这种交易方式必然多生错误，而失误必然会付出失误成本。股民的这种失误成本会成为投资者的超额收益，由于忽视公司价值，把价格波动作为主要考虑因素，这样必然会为投资者提供超低价格买入机会和超高价格卖出机会。这种机会能够给投资者带来超额收益，而这种超额收益就是投机者的失误成本。

很多时候股民的亏损由两部分构成，分别为失误成本和交易成本。首先考察交易成本。假设市场有 10 万亿的资金都是以价格上涨为利润的唯一来源，并且避开上市公司的分红。再假如这些资金每天交易一次，每次交易的成本是 0.1%，那么第一天就会有 100 亿作为交易手续费从这个市场中流出去。10 万亿的资金交易的第一天总体会亏掉 100 亿，剩下 99900 亿。这里面有很多相同交易模式的人群，他们有的选择对了方向，有的选择错了方向。这些人群中有的人处于亏损状态，也有的人处于盈利的状态。但无论是谁盈利谁亏损，可以肯定的是这些人中总体第一天的亏损额是 100 亿元。假如我们把这群人认为是一个人，假设有一个人用 10 万亿的资金投资了不同的股票，结果是有的股票盈利，有的股票亏损，但是在这一天整个账面市值亏损是 100 亿元。同理，第二天总体会产生 99.9 亿的交易成本，同样以亏损的形式流出去，然后剩下 99800.1 亿。如此往复，每天都会有资金以交易成本的方式流出去，而结果是这个池子里的资金会一天天减少。整个过程就像赌博一样，在赌场里的赌徒有的人是赢的，有的人是输的，但是无论是谁输谁赢他们都要支付一定的费用给开赌场的人，尽管赌徒有赚有亏，但是整体来看还是亏的。整个股票市场就像一个庞大的桶，资金就像桶里的水一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而各种费用就是水桶底下一个很小的漏洞。虽然每天漏出去的水并不多，但是日积月累，水会一天天地减少。正如磨刀之石，不见其损，却日有所亏。但是假如股民是做投资，买入股票之后长期持有，那么虽然付出了一定的交易成本，可是每年可以获得上市公司的分红收益，资金会慢慢增加。上市公司在以分红的方式向这个市场注水，虽然桶底下有一个洞，但是只要上市公司注的水多，那么桶里的水还是会增加的。

在牛市中，人们普遍都在赚钱，整个股票市场的市值在不断地提高，并未出现资金以交易成本形式流出而导致整体连续亏损的现象出现。这是因为市场这个桶里正在有大量的水不断注入，当资金不断地注入这个市场，流入的量远远地大于流出的量，那么市场资金整体而言还是增加的。资金不断地流入推升了牛市，从而导致大家都能赚钱的现象发生，但以交易成本流出的资金不但没有减少反而正在增加，交易成本流出的资金量与交易量是呈正相关的。例如在 2014 年中国很多证券公司的佣金收入同比都实现了翻一番的业绩，原因是在 2014 年 7 月开启了一轮大牛市，而成交量不断地提升，从开始的上千亿增加到上万亿，当交易量提升，证券公司的佣金收入自然增加，而这些佣金收入就是股民的交易成本。实际上除非有新的人群加入，或者其中的一些人继续投入新的资金，否则桶里面的资金只会一天天地减少。资金注入股票市场的方式有两个：一个是上市公司的现金分红，分红资金流入股市从而提升市场的资金量。第二个是其他市场的资金流入，例如当人们普遍看空房地产，从而将房地产投资的资金投入股市。人们将其他用途的资金投入股市同样会增加这个市场的资金数量，资金的流入会不断提高股票市场的市值，因此只要流入的大于流出的量那整体来看依然处于盈利状态。之前交易的人群之所以没有因为交易成本流出问题而导致出现整体亏损的情况是因为新资金的流入弥补了流出所造成的亏损，所以之前买入股票的人群得益于新资金的流入。

资金以交易费用的方式流出市场，当然券商可以把所形成的收入再投入到股票市场，那么市场的资金是不减少的。但券商不可能把所形成的收入全部投入到股票市场，因为券商还要支付运营成本并且还要留有一定的运营资金，不可能全部拿去买股票。由于资金溢出情形的存在，加上大量投机群体的存在，缺乏投资知识的人群会向社会传递出投资股票就是一种赌博行为，凡是股东都被认为是市场的赌博参与者，股票就是这个市场的筹码，买股票又被视为“吸筹”。如果把资本利得视为唯一的利润来源，收益的多寡全来自于价格的波动，那么这确实和赌博类似，因为整个交易模式被认为是一个不产生现金流的模式。无论进入赌场的赌徒是亏还是赢，但提供赌博场所和服务的人一定能够从中取得收入，这部分收入就是来自于赌博当中所产生的资金溢出。赌博带来的输赢是人为创造的风险，这种风险本来可以不存在，但是押上赌注之后便产生了风险。实际上股票投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险是来自于公司经营风险和市场风险，由系统风险和非系统风险所产生，因此股票投资与股票投机或者赌博是有很大区别的。

资金溢出原理在期货、现货市场体现得更为明显，例如在黄金交易市场，贵金属本身是一个不产生现金流的产品。假如在没有新资金流入的情况下，市场的资金只会越来越少，不可能会增加，不可能指望会从一块金条上长出现金来。也正因为这个原理，联储银行才会廉价地出租黄金。美国诺克斯堡储存有数量庞大的金条，但是黄金储存在庞大的金库里除了在金条上沾一层灰之外就是需要相关的人员进行管理，还得花上一笔钱去建立各种安防设施，但是金条本身并没有增加任何实质的现金流入。所以还不如把这些金条廉价地出租出去，这样至少能收取微薄的租金。现货、期货产品交易都存在严重的资金溢出效应，现金的持续流出如果得不到新资金的补偿，那么总有一天资金会不能够支撑这个市场的存在，这个市场并没有因为资金的大幅溢出而消失是因为有源源不断的新资金流入。这种不创造现金流的现货市场之所以能够存在是因为这是一个风险转移工具，市场上的现货交易商可以通过期货交易将风险转嫁给投机者来承担，锁定交易成本，实现套期保值。所以现货或者期货市场是一种风险转移工具，很难视为是投资品。

期货和现货等金融衍生产品资金溢出效应体现得特别明显。由于交易非常灵活，可以杠杆交易和双向交易，这种杠杆交易、双向交易还有 T+0 交易成了中间机构吸引投机者的有利宣传工具，但这些交易方式同时也在加速资金的溢出。这些金融衍生产品是一种金融合约，人们可以拿着这个合约去提取相关的实物。在此之前人们只需要花合约价值的 5% 或者更少就可以拥有这份合约，这就是杠杆交易，也叫保证金交易，付出的保证金实际上就是定金。这样的交易模式无形中放大了交易者的资金，因为他们花 5 万元就拥有了代表价值 100 万元的合约，也就是说他们的资金被放大了 20 倍。如果他们要想拿到实物，那么就得补足余下的 95% 或者其他缺额。现实中人们虽然拥有合约但并不想拿到实物，人们只想利用这份合约赚取差价。交易者还可以通过合约价格下跌来赚取利润，这一过程又叫买跌。所谓买跌事实上是先卖出自己不曾拥有的合约，例如当交易者认为合约价格会跌时，提前先向某个机构或者个人借一些合约卖出，接下来价格跌下去之后以更低的价格买回这份合约，接着再把合约还给原来借给他的那个机构或者个人，于是差价就成了他的利润。

在计算机高度发达的社会，这种交易被放到了计算机上，来自全世界的投机者们都会共同关注价格的波动，就像关注心电图一样。中介机构会大力宣扬这种交易模式的灵活性和好处，在杠杆的诱惑下，给穷人带来一个以小钱做大事的机会。可以买涨可以买跌，无论是涨是跌都可以赚取利润。但是资金溢出让杠杆加大了整体亏损的空间，投资回报期望本来就是负值，杠杆交易让这个负值成倍地放大。例如一种现货白银交易的保证金是 5%，也就是说交易者的资金放大了 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍。每次交易中介公司要收取合约价值 0.08% 的交易手续费，这种合约买的时候收取一次，卖合约的时候再收取一次，真正完成一次交易要收取两次。由于这是合约价值的 0.08%，因为资金被放大了 20 倍，所以成本也要被放大 20 倍，结果是要付出 1.6% 的交易成本。真正完成一次交易还要乘以 2，因为有买还得卖，所以实际付出的成本是 3.2%。如果把成本年化，假如说一天交易一次，一周交易 5 天，那么一年付出的交易成本大约是 834%。也就是说这样的交易付出的成本是资金投入的 8 倍以上，这样的成本是难以让人接受的。2014 年中国很多 3A 级企业债券的收益率为 8% 左右，银行贷款利率 6% 左右，国债收益率达 4.5% 左右。这意味着交易者付出的资金成本是 3A 级债券的 100 倍，是银行贷款利率的 139 倍，是国债收益率的 185 倍，所以 0.08% 手续费事实上是高的。当然这样的交易是建立在一天完成一次交易的基础之上，如果把一次完整交易付出的成本年化，也就是视为一年交易 365 次那么付出的成本将达到 1000% 以上，这样的交易成本更为惊人。

例如一些现货产品如果拒绝进行一天交易一次，一直长期持有合约，还会产生一个隔夜费率为 0.02% 的交易成本。也就是说持有合约一天，不在当天平仓，留到下一天，那么就要收取合约价值的 0.02% 作为隔夜费。留一天收取一次，那么这样形成的成本是保证金的 0.4%，一年的成本为 146%。就 2015 年来说这大概是 3A 企业级债券利率的 18 倍，是贷款利率的 24 倍，是国债收益的 32 倍。显然这样的交易费用是不合理的。

股票市场也是一样，假如投机者们单纯地希望从价格波动中赚取利润，那么他们就步入了资金溢出模式陷阱中。但股票市场不能完全使用资金溢出模式，因为公司的分红会往这个市场注入资金。所以可以认为期货、现货等金融衍生品是一种风险规避工具，而股票市场可以是一个投资市场。股票市场是投资和投机的结合体，对于投机者来说他们和交易金融衍生工具的投机者是一样的，他们都是风险的接受者，同时也是价格波动可能带来收益的机会获得者，但都得承担负的收益期望值。但如果是投资者，只要以合理的价格购入一家优质公司的股票，那么伴随公司的成长，每股净资产的不断提升，分红的不断增加，那么长期来看投资者的财富是可以不断上升的。

对投机者来说虽然有资金溢出，但是也有存在盈利的幸运个体，能在负的投资期望值中获得利润，因此也容易被拿出来作为成功案例。现实中确实存在一些成功投机的幸运个体，但大部分人是失败的，并且短暂的获利是很难长期维持的。所以有人才会说这个市场赚钱的人有，但是赚钱离开的人却几乎没有。有一些幸运的人群从中获得了利润，于是人们以此作为标榜，并全力模仿成功者的交易风格，但实际上幸运因素不是模仿就能得来的。有的人因为之前很多交易都表现得特别幸运，多次交易产生了盈利，于是认为自己具有了一套独特的成功交易方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过这种独特的交易方式可以战胜概率和很多人，实际上很多时候都是投机者的自我感觉良好。事实上向上空投掷硬币连续二十次出现正面是不会增加下一次投掷出现正面的概率的。假如说交易者预测涨跌的正确概率为50%，那么首先就得承认交易成本的亏损，每一次下单账面显示的盈亏都是负值，因为要付出交易成本，以亏损作为交易的出发点。

交易专家们做得可能比普通交易者要好些，因为他们未料胜先料败，他们通常具有相当强的执行力。这些期货、现货类产品通常需要高频交易，而在高频交易里普遍认为承认错误是交易成功的关键。所以在做高频交易中，他们会提前设置好亏损的范围，纵然不能有巨大的盈利，但是可以把亏损锁定在很小的范围，从一开始就让自己不要犯太大的错误。为了能够保证行动的坚决性，这些需要高频交易的公司喜欢雇用退伍军人还有网络游戏高手，因为军人普遍拥有很高的执行力，网络游戏高手一般手指动作很快，所以适合高频交易。但实际上这样的交易成绩只不过是把亏损的速度放慢而已。短期资产价格是随机游走的，在短期内不去考虑其他因素，那么对第二个交易日来说我们可以认为上涨和下跌的概率都是50%。沿用上面章节的例子，假设股票现在的价格为P，分别设置一个高的预期盈利为R_2和一个低的止损线R_1，收益R_2所在位置的股票价格大于P，股票价格P大于止损线R_1所在位置的股票价格。预期盈利价格远远高于止损价，止损价离现在的价格P最近，而预期盈利价格离现价很远。设置股票在一段时间内的收益期望值为E_r，假设股票价格到达止盈位的概率为P_2到达止损线的概率为P_1，令股票的交易成本为α，交易成本对交易者来说收益为负值。由于止损时交易者是处于亏损的状态，所以认为止损时交易者的收益为负。

在不考虑交易成本的情况下有：

$$E_{r1}=R_2*P_2-R_1*P_1=0 \qquad (P_1+P_2=1)$$

加入交易成本后：

$$E_{r2}=R_2*P_2-R_1*P_1-\alpha<0 \qquad (P_1+P_2=1)$$

在引入交易成本之后收益期望值变为了负数，对于预测正确而产生的盈利和预测错产生的亏损数额相等。那么在引入交易成本之后，交易的期望值就会呈现亏损的状态。只要是一种以寄希望于通过价格波动获取利润的交易模式都会必然陷入现金溢出陷阱。

大部分炒股的人都是亏损的，但是很多人亏损的金额要远远大于交易成本，实际上亏损主要由两部分组成，一个是交易成本，一个是失误成本。首先在价格随机游走的情况下投机者的投机收益期望值是负的，造成投机收益期望值为负的原因是交易会产生资金溢出。另外一方面，投机者由于只关注价格的波动，那么自然不去考虑公司的投资价值，而且公司业绩对股价的影响是长期性的，对投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者来说并没有考虑的必要。因此投机者很少关心公司股价是否存在泡沫的问题，如果投机者放弃购买价值低估股票的同时不会避开价格泡沫严重的股票，那么交易必然多犯错误，犯错就会付出失误成本。因此投机者在亏损的财富中交易成本是其中一部分，但很多时候还不是最关键的，最为关键的是投机者常常为失误支付了太多成本，而投机者因为失误支付的成本恰恰成了投资者的收益。投机者对股价的偏见为投资者提供了极其低价格买入机会，提供了极其高价格卖出机会，那么投资者这种收益就成了投机者的失误成本。因此投机者亏损的金额分为了交易成本和失误成本两部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　影响股价波动的因素

第 1 节　业绩拉动上涨

股价波动是多种因素作用的结果，我们无法对所有的因素进行考察，如果要把所有因素穷尽，然后再来解释股价波动的原因，那么这个系统将是极其复杂的，而且实用性也会非常差。影响股价波动的因素有无数种，投资者要想取得投资的成功那么只好去把握影响股价波动最为主要的那几个因素。对于股票来说，支撑股票价格的根基是公司资产，所以投资者要想把握影响股价波动的主要因素，那么只能从公司资产上下功夫，如果只去关注价格的现象，而不去深究价格波动的本质，那么只是去抓住一些小的不起眼的东西，反而会忽略深远的大道理。抓住股价波动的根本道理，这样才能轻松的取得成功投资，正如《淮南子》一书里所说："故体道者逸而不穷，任数者劳而无功。"这句话的意识是说领悟大道理的人安安逸逸，但没有办不到的事。

股价本质上就是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，因此股价与公司的净资产是成正相关的，投资者只需要把握住这一关系就可以了。股价与每股净资产成正相关但并不呈现出严格的线性相关，如果股价与每股净资产呈现完全线性相关，那么就不会有价格泡沫的存在，投资者也不会获得超额的收益。由于股价强烈受到人的感情因素影响，而感情因素是不可测的并且是复杂的，因此股价与每股净资产不可能完全线性相关。而且就公司资产来说，每家公司资产的情况都不一样，那么影响每股净资产变动的因素也会不一样，因此不可能找到一个"唯精唯一"的公式来计算股价与每股净资产的关系。而且股票估值不光要考虑每股净资产的大小，还要考察公司的盈利能力。如果公司的盈利能力很好，那么尽管公司的每股净资产低也可以有一个比较高的价格。而对于公司的盈利能力的估计，感情因素在其中取到了非常重要的作用，况且由于人类感情因素是非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常复杂的，每个人对股票价值的估计不可能完全相同，所以股票价格常常被错误定价。盈利能力大小之所以会影响股票的价格，那是因为不同的盈利能力对未来公司每股净资产的变动情况会起到严重影响。如果公司盈利能力好，那么未来公司每股净资产增长的速度就可以很快，那么现在的股价高一些也是合理的。如果公司的盈利能力差，未来每股净资产非但不增加，反而会因为亏损而下降，那么现在股价破净也是合理的。因此股价与每股净资产的关系还考虑了“未来”这个因素，但无论怎样，整体来看他们还是呈现正相关的。例如 2016 年 8 月 27 日 A 股价格与每股净资产相关系数为 0.4858，去除掉那些炒作比较严重的小盘股，如果只考察股市风格板块里的大盘股，那么风格板块里的大盘股价与每股净资产相关系数为 0.7120。在中国股票市场，大盘蓝筹股估值相对理性一些，在这种估值相对理性的条件下可以发现股价与每股净资产的相关程度是非常高的。因此只要公司质量足够好，每股净资产稳步高速增加，投资者只要以合理或者很低的价格买入公司股票，那么长期来看股价基本都能获得很好的涨幅。

由于股票价值是不可能准确无误地估计出来，而且每个人估计的结果通常也不一样，所以投资学并不是一门精确的科学。经济学和金融学的发展一直是相当艰难的，经济学不像自然科学可以通过可控制实验得到大家都认可的结果，先前的经济学理论随着社会的发展之后原先的理论可能现在就不再适用了，旧的经济学不再能够解释新的经济现象，甚至旧经济学理论还可能被推翻，因此很多社会科学理论是很难精确化的。德国数学家汉克尔说经济学就是前人建立的大厦而又不断被后人推倒。股票投资也是一样，由于股票投资理论大不同于自然科学的理论，股票投资因为受到很多感情因素的影响而不能够进行可控制实验，从而导致股票价格常常被错误定价，也因此才会有投资的艺术。所以投资者在投资的过程中更多地只能把握公司价值的范围，然后买入价格明显低于这一范围的优质公司股票。

股价短期波动是毫无规律的，但长期来看股价必然是围绕价值波动的，这是股民理智选择的结果，理性人是一个大家都普遍接受的假设条件。正如管仲所言：“夫凡人之情，见利莫能勿就，见害莫能勿避。”每个人在追求自己的利益最大化的过程中会使股价围绕其价值做上下波动。由于股价是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，也是衡量每股收益的货币符号。所以人们都希望花尽可能少的钱购买到足够多的每股净资产和每股收益，这是理智选择的结果，也就是说理性的投资者都希望股票市盈率和市净率都足够低。我们先不谈投机性强的赌博因素，在理性投资的假设之下，公司股价与每股净资产和每股收益是呈正相关的。而投机因素只不过是把这种正的相关性的相关系数给降低了，但是并不能否认股价与每股净资产和每股收益有关。只要每股净资产和每股收益足够高，那么每股价格同样也会很高，而那种价格严重高于每股净资产和低于每股净资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况只不过是短暂的失衡现象。很多人常常举出差公司股价也可能被炒得很高的观点来反驳我，他们认为推动股价上涨的主要因素是资金。但是像伯克希尔公司的股价连续创出新高，从几十美元一股涨到 2016 年的 20 多万美元一股，但实际上伯克希尔公司的股票交易量是非常少的，可见推动股价上涨不一定是需要大量资金推动。如果公司质量好，每股净资产随着公司的经营不断增加，那么股价也可以实现不断上涨。如果公司质量不好，那么尽管某些原因由于资金的关注导致股价也可能上涨，但是这种上涨是很难持续的，很多时候是一种不健康的上涨。如果上涨是不健康的，那么投资者买入这样的股票就是危险的。影响股价变动的因素很多，而资金只是其中一个因素，但每股净资产却是核心因素。

按照数学逻辑，如果 A 股每股净资产大于 B 股的每股净资产，那么 A 股的价格就应该大于 B 股的价格，但现实并不是这样。假如人们对 B 公司的预期收益比 A 公司的好，那么 B 公司的股票价格依然可以大于 A 公司的股票价格。也就是说数学中的线性逻辑不能简单用于股票投资当中，但是假如 A 公司的每股净资产足够高，那么 A 公司的股价必然会高于 B 公司。如果一家公司的每股净资产远远地高于其股价，那么股东宁可让公司破产，因为破产后资产变现就能获得很高收益。如果一家公司股价严重地高于每股净资产，那么这样的股票将很少会有人买，因为这不符合理性人的选择。所以股价与每股净资产尽管并不是线性相关，但由于人是理性的，所以股价与每股净资产是正相关的。所以可以得出一个结论：伴随着每股净资产的上涨，股票价格就一定会上涨。

在股价波动的过程中，影响股票价格涨跌的因素有无数种，但支撑股价的主要因素就是公司的资产和收益。作为投资者，我们需要去降低那些不可测因素，用较为确定的方式来获取投资收益，以免陷入投机。短期来看，一家好的公司未必会有应该属于它的高股价，但长期来看只要公司质量足够好，股价上涨只是时间问题，而且由于公司资产的错误定价会给投资者提供超额获利机会。对于优质公司股票，尽管短期股价可能并不上涨，但由于公司每股净资产和股价的正相关性存在，未来股价上涨就是迟早的事。好公司的股票价值被市场认可从而带动股价上涨，这样的上涨被视为价值回归。正如《淮南子》一书里说："时骋而要其宿。"这句话的意思是说"道"时时变化却使万物最终返回自身。股票价格会经常变化，但从长远来看股价都是在围绕每股净资产做上下波动，无论股价跑多远，最终都会回到价值附近。因此公司的快速成长导致公司每股净资产和每股收益的增长，这才是推动股价上涨的核心因素，这被视为业绩推动型上涨。

很多情况下由于某个行业被看好，所以该行业的所有上市公司股票价格普遍较高；而一些行业不被看好，所以这些行业的上市公司股票价格普遍很低。对于不被看好的行业，无论是这个行业里的好公司还是不好的公司可能市盈率和市净率都会很低，实际上这是人们对行业的偏见造成的。如果公司业绩很好，而且有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力维持这种优质业绩，那么无论行业是否被看好，未来股价实际上都是会上涨的。例如由于该行业不太受投资者看好，所以一家好公司股价和同行业其他公司股价一样表现得十分弱势，比如市盈率和同行业的相差不大，但是由于投资者们对行业前景的不看好导致股价未能上涨，那么这种情况实际上就会为投资者提供优质投资机会。就算行业不被看好，行业中的公司普遍市盈率和市净率都在一个比较低的水平，但是只要公司足够好，那么就算行业长期不被看好投资者也能获得超额收益。因为公司的成长会持续的拉低市盈率和市净率，提高每股收益和每股净资产。假如该行业普遍以20倍的市盈率交易股票，而这家公司的股价为20元，每股收益为1元，刚好以20倍的市盈率成交该公司的股票。但是由于公司突出的扩张速度，那么当公司的业绩涨到每股收益2元时，市场还是以20倍的市盈率成交该行业的公司股票，那么该公司的股价就该翻一倍涨到40元，否则市盈率就跌到了10倍。在市场对该行业的看法没有改善的情况下，投资者事实上还是享受到了公司业绩增长带来的收益。前提是该公司质量足够好，那么不管行业萧条与否，公司股价一样会伴随着公司的成长而上涨。如果公司每股净资产和每股收益快速上涨，但是公司的股价表现却无动于衷，那么这种市盈率和市净率的持续压低是不可能长期持续的。

在市场上，人们认为某个行业进入了萧条状态，那么该行业公司的股价就会下跌。我想这有一个暗含条件，那就是在行业步入萧条状态之后，认为所有公司都步入了萧条状态，或者大部分公司都步入了萧条状态。所以人们认为萧条行业的公司股价会下跌，立论的依据是行业萧条等同于公司萧条。但事实上可能会存在反周期的公司，也就是说尽管公司所处行业进入了萧条，但是公司依然是快速增长的，也就是说行业萧条但是公司并没有萧条，尽管这样的公司很少，但却是可能存在的，也即是说行业的萧条对公司造成的负面影响较为有限。只要公司并没有进入萧条，那么伴随公司的快速成长和资本的快速积累必然带来股价的快速上涨。也就是说公司股价上涨的核心动力是业绩，那么投资者优先考虑的是公司的利润水平是否足够高和公司是否能够长期保持高利润水平，而行业景气程度则是次要的了。对于一家利润水平很高的公司，行业未来的景气程度给公司带来的威胁是会动摇公司利润水平，因此对行业景气状况的分析主要基于公司的利润水平是否会受到撼动来考虑的，假如公司的利润水平稳定，公司产品壁垒性强，那么行业景气情况的考虑就成了次要因素。例如在2014年发生塑化剂风波之后，很多白酒公司的业绩几乎接近腰斩，可是贵州茅台的每股收益依然高达12.22元每股，而2013年公司的每股收益为12.05元每股。如果公司业务壁垒很强，那么尽管行业有进入萧条区域的景象也比较难以撼动公司的业绩。

对于业绩推动型上涨，业绩是股价变动的因，股价上涨是业绩的果，因此事实上股价是被涨。只要公司的每股收益和每股净资产不断提升，那么业绩也会上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，因为公司可投入生产的资源在不断增加，因此股价看起来就是被公司的快速成长给拉动了，公司快速成长是拉力，这种拉力越大，那么成长的速度越快。而股价就类似作用物体，上涨只不过是拉力作用的必然结果。所以长期来看不用担心好公司的股票价格不会上涨，而担心的是公司的利润水平是否足够高，高利润水平是否可长期维持。只要公司的利润水平得到保障，那么这种业绩拉动就带有非常高的确定性，股价上涨就会成为一种必然，而利润水平的可维持性要从公司的壁垒性和客户的需求情况来反映。

第 2 节　经济波动的影响

在公司利润水平能够保持的前提下，股价的上涨就会成为一种必然，而经济和行业的景气情况通常会严重威胁到公司的利润水平。正所谓覆巢之下，安有完卵？当大势崩溃，几乎所有股票都将被波及。经济危机期间，股票指数快速下跌，市场萧条。此时银行信贷普遍萎缩，流动性收紧，所以很多人经常说银行就是在不下雨的时候给别人雨伞，在下雨的时候收回。宏观经济环境的恶化必然影响到经济的细胞，大部分公司业绩难免下滑，业绩下滑促使股市下跌。股市下跌继续危及实体经济，社会投资整体紧缩从而使公司业绩继续下滑，以至于形成股市与企业整体业绩出现螺旋式下降，很多人都深有体会过这种糟糕的经济环境。

1994 年巴林银行的李森看到日本的经济已经走出衰退，因此李森认为日本股市也将跟随经济的复苏而上涨，于是大批量买进日经 225 指数期货，买进看涨期权。不幸的是就在 1995 年 1 月 17 日日本发生关西大地震，地震对经济的损伤很快波及股票市场。股市暴跌，李森的亏损不断扩大，资产大幅缩水，亏损近 2.1 亿英镑。而他想凭借他高超的技巧和天才的交易手段来举挽回败局，于是再次大量买进日经 225 期货合约压低持仓成本，同时拉升价格。日经 225 指数每跌一个点就会让李森亏 200 多万美元，大地震的影响让日本股市继续下跌，李森亏损的资金很快就接近巴林银行的资本总和，损失高达 14 亿美元。股市还在继续下跌，高度杠杆让巴林银行变得无力回天，1995 年 2 月 27 日英国中央银行宣布巴林银行破产，拥有 233 年历史的老牌银行巴林银行轰然倒塌。

1929 年美国股市泡沫破灭，资本市场上股市崩溃，实体市场上企业投资萎缩，业绩整体下滑。经济环境的波动会影响到公司的利润水平，而公司的利润水平与公司的股价呈现出正的相关性，所以经济景气程度与股价一样会呈现出正的相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。在经济向好时，公司的利润水平会上升，公司积累的意愿也比较强，所以公司每股净资产和每股收益上升得比较快。企业业绩的整体上升促进股价进一步上涨，而股市上涨又进一步增强企业投资的信心。由于公司经营收入不断增长，从而助推经济繁荣和刺激投资。相反，当经济萧条时，企业利润水平下降，社会积累意愿不强，资产增速缓慢甚至下降，股票价格也会持续萧条。所以股票市场与实体经济表现出来的是一种一荣俱荣的关系，因为不管是股市还是实体经济的细胞都是企业。

在股票市场上，指数能够很好地反映一个国家的经济景气情况，经济持续上涨，那么股票指数也会持续上涨，至少会呈现出正的相关，只不过这种相关性在不同的国家相关性的程度并不一样。在中国，由于市场投机气氛浓烈，导致指数不能很好地反映国家经济状况。例如从 2009 年到 2013 年，由于受到 2008 年金融危机的影响，导致指数一路下跌，但是中国的 GDP 依然呈现出高速增长的状态，因此指数并没能很好地反映经济情况。但是在美国，尽管在 2008 年受到金融危机的冲击，但是在救市政策的影响下经济并没有走出类似 1929 年股灾那样的萧条，经济很快复苏。由于受到经济复苏的影响，道琼斯工业指数也开始回升，很快就创出新高。当把美国 GDP 走势图与道琼斯工业指数拟合对比，我们会发现两者的走势非常相似，也就是说指数能够很好地反映经济基本情况。而在中国，当把上证指数和 GDP 进行重叠比较的时候，会发现它们的拟合并不是很好。在中国尽管上证指数与经济整体来看都是呈现快速增长的姿态，但是指数在整个过程中上下波动的幅度明显比经济波动的幅度要大出许多，这在前面章节 GDP 增长与指数增长的对比图可以看出来。上证指数与中国 GDP 相关度低主要的一个原因就是中国股票市场投机气氛浓烈，所以常常导致股票指数大起大落。但是随着中国市场化改革的深入和市场逐步走向成熟，上证指数与 GDP 的相关度就会逐步地提高。

在一个强势有效的股票市场，股票指数能够很好地体现出一个国家的经济情况。经济向好时指数上涨，指数上涨时股票价格普遍上涨。从而可以推出经济向好时股价会上涨，反之亦然。良好的经济环境有利于增加公司的经营业绩，业绩提升有利于促进股市上涨。股市上涨反过来又促进投资增加和经济增长，促进公司业绩提升。因为股市上涨为公司融资带来了很大优势，公司可以以较高的价格发行股票融资。同时良好的经济环境也会促使银行增加放贷力度，各方面的因素都在营造一个良好的经济环境，股票市场与经济增长大有呈现螺旋上升的趋势。大多数股票都在上涨，人们称之为普涨。经济环境的好坏主要影响到公司经营的利润水平，而利润水平决定了公司资本积累的速度和股东投资回报水平的高低。

如果公司的利润水平很高，那么公司资本积累的速度才可能很高。而资本积累的速度决定了每股净资产和每股收益增长的速度，因为只有企业不断地进行资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本积累，那么每股净资产才会不断地提升。另外也只有不断地进行资本积累，那么公司投入生产的资源才会不断增加。只有公司投入生产的资源不断增加，那么公司的营业收入和利润水平才会不断增加。只有公司的利润水平不断增加，那么公司的每股收益才会不断上升。只有公司的每股净资产和每股收益不断提升，那么股价才会不断上涨，而每股净资产和每股收益增长的速度决定了股价上涨的速度。从根本上来说，经济萧条之所以会导致股价下跌是因为经济萧条导致企业利润降低，而企业利润降低影响了资本积累的速度，影响了每股净资产和每股收益的增长。反过来就算在萧条的环境中，只要利润水平不受影响，那么股票价格上涨的动力依然是有保障的。

很多次金融危机是由于资产价格泡沫的破灭而引发的，而资产价格的泡沫是对未来的透支。因此在泡沫破灭之前，很多优质公司的股价已经很高，公司股价已经大量地透支未来，所以在泡沫破灭之后，优质公司股价一样会有相当大的跌幅，这就是价值回归的过程体现。假如有公司在市场泡沫形成时该公司价值还是低估，而且公司利润水平很高，并且在危机中并不受影响，那么尽管发生大危机，该公司的股价受到的冲击可能也会变得很有限。因为公司每股净资产和每股收益的上升才是股价上涨的动力。

通常股票市场的繁荣起点是价值严重低估，而终点是泡沫的破灭。正如司马迁在其《货殖列传》里所言："论其有余不足，则知贵贱，贵上极则反贱，贱下极则反贵。"从价值低估到泡沫形成是股价上涨的过程，从泡沫破灭到价值低估是股价下跌的过程。通常，股票价值低估到泡沫形成的过程是经济繁荣的过程，泡沫破灭到价值低估是经济萧条的过程，这就是价值规律在股票市场上的体现。有鉴于此，股票价格波动与经济周期会呈现出高度相关性。所以在泡沫破灭金融危机爆发时，优质公司股价下跌更多是风险释放和价值回归的过程，这并不否定股价与每股净资产和每股收益的相关性。假如说一个人在泡沫巨大的时候买入某家公司的股票，之后股票下跌，那出现大幅亏损是很正常的现象，这与每股净资产和每股收益会推动股价上涨并不冲突。

第3节　作用力

在经济繁荣或者衰退的时期股价通常会呈现单边走势，要么是持续上涨，要么是持续下跌。严格来说股市并不是一个理性的市场，类似感情这样的非理性因素会助推股价大起大落，很多因素会让股价严重偏离其真实价值。股价的涨跌更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多源于人们的意志是否高度统一，当看涨的人多看跌的人少，多方就会占优势，股市就会向好。很多时候股市的向好并不是由公司的经营改善而引发，而是人们的普遍看好而产生牛市。相反，当人们对未来经济普遍不看好，人们看空的意志高度统一，那么股市就会步入萧条，尽管经济并没有看起来的那么糟糕。因此股市的波动常常受到心理因素的影响，而这种心理因素在对股票进行助涨和助跌的影响过程中通常没有一个度，所以股票的上涨和下跌有时候会导致人疯狂，所以非理性繁荣由此产生。当看多和看空的人力量相差不大，那么股市表现出来的往往是毫无规律的布朗运动，这又被视为价格随机游走。导致价格随机游走的直接原因是股民的意志并不统一，没有一致的看好或看坏。

在股票市场上有人看涨有人看跌，看涨的买，看跌的卖。卖方成了打压股价的反作用力，买方成了支撑股价的作用力。当两方的作用力势均力敌时，于是导致了股价毫无规律的上下波动，但是当某个作用力突然变得很强时就会推动股票价格反转。一只平稳波动的股票假如受到某个利好因素的刺激，那么股价很可能就会出现大幅上涨，比如资产重组、公司业绩大增等等。利好因素会给该股票一个作用力，而这个作用力就会拉动股价上涨，这个力会迫使股票改变以前的运动状态。只要这样的上涨成为趋势，股票就会沿着这种趋势继续向上，在没有利空因素阻挡股价上涨的情况下，这种趋势就会因为惯性一直向上运动。这种作用力会导致人们意志的高度统一，上涨的趋势会成为人们一致同意的方向，大家都赞同公司的股价会上涨，就算不去购买，购买了的人也不会卖掉。购买的人都会希望从中赚取更多的利润，从而坚定地持有股票，只要愿意抛的人少，少量的买入也能推高股价，股价一被推高更坚定了人们的预想从而继续推高股价。另外，当公司的股票从低位上涨起来，上涨趋势确立，大家都普遍同意公司的股票应该上涨，股价涨到公司股票应有价值的价位时，也不会停止上涨，因为按照惯性股价会向市场一致看好的方向涨。这种惯性可能会让股价涨到该股票价值的 2 倍、10 倍、20 倍甚至更高才会停止。直到有不利的因素来阻挡这种涨势，也就是一个反作用力来阻挡股价的向上运动，使其慢慢停下来或者改变原有的上涨趋势。前面提到，利好消息产生利好预期就是这个原理。利好消息刺激股价上涨之所以没有按照惯性永远上涨下去是因为当股价上涨之后或存在泡沫过大，或存在人们对公司未来的期许过大的不利因素来阻碍价格上涨。

当股价涨幅很大时，在这种上涨趋势确立的情况下，股价的上涨本身就是一个不利的因素。因为高股价是股票的一个风险因素，股价越高，就会增加上涨的反作用力。股价上涨超过本身具有的价值后涨得越高，那么风险就越大。因为价格大于价值的部分就是泡沫，泡沫越大风险就越大，这个不利的因素会反过来阻挡股价的上涨。股价后续的上涨事实上就是风险积累的过程，原本的低价股现在涨成了高价股，高价就是一个风险。股价越高前期持有的投资者抛售套现的压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就越大，从而形成巨大抛压阻挡股价上涨，涨得越高股价偏离本身的价值就越远，就越容易遭到投资者抛售。股价涨得越高，公司的业绩就越难以支撑其继续上涨，投资者就会抛售这种价格虚高的股票。当股票价格严重高于股票本身的价值，泡沫吹得很大的时候，这个价格就成了股价上涨的反作用力。这个反作用力会随着股票价格的上涨变得越来越大，直到阻止股价的上涨并抵消利好的作用力。如果公司股价泡沫过大，那么这个高股价的反作用力迟早会把股价走势拉向下。

除了高股价是一个不利因素外，消极的信息也会形成反作用力。例如公司财报的发布发现业绩根本不及市场的预期是一个不利的因素，公司遇到了一些麻烦，市场传出很多对公司不利的消息，等等，这些都会给上涨的趋势增加一个反作用力。反作用力会阻碍股价的上涨甚至使上涨趋势发生反转，而这个反作用力是由抛售者直接施加的。例如原本投资者很看好公司的未来，而且这种看好的预期正在不断地催生，但是坏消息所产生的反作用会抵消这种看好预期所带来的效果。对公司不利的消息都会形成一个不利的因素，每个不利的因素都会给上涨施加一个反作用力阻碍其上涨，同时会使下跌趋势中的股票加速下跌。这时决定股价上涨还是下跌主要看作用力和反作用力的合力，如果合力为正那么股价继续上涨，合力为负那么股价反转，如果为0那么股价横盘。在股价波动中由于作用力和反作用力是由人们的感情因素发出的，而感情是一种无法量化的东西，所以我们无法用数学公式来估算这两个力的大小。而且这两个力的大小每天都在变，并且变动毫无规律。这两个力都是来自于市场参与者的内心，他们通过内心判断这两个力的大小，每个人都会有不同的结果。那么也就无所谓精确与否，甚至连一个大致的合力范围都相当难以计算。我们就更难去评判什么时候股价会反转。例如一个好的因素出现，人们知道对股价会产生正的影响，但是会导致股价出现多大的上涨幅度，事先是不可能知道的。因为感情因素的存在，这把股票交易变成了一门艺术活动。

在物理学中力的方向可以有无数个，而在股票市场就简单多了，除了作用力就是反作用力。作用力促进股价上涨，阻止股价下跌；反作用力阻止股价上涨，促使股价下跌。所有利好因素形成的力方向都是一致向上的作用力，所有不利的因素形成的都是向下的反作用力，只不过是力的大小不同而已。不利因素积累得越多，汇集起来的合力对股价施加的反作用力就越大。有利因素越多，合力的作用力也会越大。当反作用力大到一定的程度后就会扭转股价上涨的趋势，使其停止上涨，甚至让股价发生反转。当作用力大到一定的程度就会催生股价进入牛市。

对于横盘中的股票，假如之前并没有有利因素给股价施加作用力使其有一段上涨趋势，那么也有可能直接在某个价位接受到不利因素形成的反作用力使股价反转加速下跌。股价的下跌就是风险的释放，低股价反而成了有利因素。在反作用力的拉动下，当股价接近其真实价值时也不会停止下跌，而是按照惯性继续下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌，直到有利因素形成的作用力抵消掉反作用力，然后在作用力的拉动下使下跌停止。所以不利因素使股价形成下跌趋势，这种趋势在没有利好因素的作用下将会一直跌下去。下跌趋势会使人们产生两种想象，第一是股价下跌成了普遍认同的方向，就算持有的人不抛，但由于大家都认同股价会下跌，从而不会买入，只要有少量的抛售就会使股价继续下跌。而股价的下跌更是印证了人们的判断，从而不会去买入。第二是股价由于下跌趋势的形成，股价跌到了该股票应有的价值时依然不会止跌，还会随着惯性下跌，因此就算价值低估人们也不见得敢买。但是低股价会形成有利的因素，有利因素形成的作用力会阻止股价的下跌。虽然股价跌破本身的价值后继续下跌，但是股票的安全边际越来越高，低股价形成的作用力会起作用，直到让下跌趋势停下来。

一个有利的消息是一个作用力，而一个坏消息是一个反作用力。它们都会对股票价格产生影响，可能影响很大，也可能影响很小，这要看这个因素的重要程度。例如重大资产重组往往会使公司股价大涨，也就是说资产重组所产生的这个作用力很大。再如公司巨大亏空会使股价暴跌。而一些小的因素对公司的股价影响的确不大，如公司某个月突然订单增多了很多，或者收到了一定的政府补助，等，这些因素形成的力对公司影响就很小，所以小因素对公司的股价影响也小。

尽管有利因素堆积会让人们产生对上涨的意志高度统一，但是我们不可能算出这种高度统一的意志能够持续到什么时候，因此这种意志的统一性是缺乏预测功能的，很难作为投资的手段。在股票市场中，人们对于看涨和看跌的意志经常发生改变，因此对于上涨和下跌的持续性是很难把握的。我们通过意志的统一性来分析股价波动的原因，但是不要将其作为交易的手段。在促使股价上涨与下跌的各种因素中唯有业绩是可持续的，如果公司业绩足够好，那么公司的每股净资产会不断提升，而净资产的不断提升会使每股价格看起来越来越低价，而这种低价优势就是非常好的作用力。短期来看业绩对公司的影响非常有限，但长期来看才是拉动股价上涨的核心作用力。业绩对公司股价的拉动首先是提升公司的每股净资产，然后再导致股价上升。但是公司业绩提升每股净资产是一个漫长的过程，投资者需要足够的耐心来让业绩发挥作用。所以耐心是投资的一种难能可贵的品质。

第 4 节　股价认识误区

股票有低价股和高价股的区分，但是高价股和低价股对于不同的人来说是不一样的。普遍存在这么一种观念，高价股已经涨得很高，再涨已经很困难，而跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可以让人损失惨重。例如每股价格为 100 元的股票翻一倍需要涨 100 元，而每股 1 元的股票翻一倍只需要涨 1 元钱。例如股价低于两块钱的股票，由于价格低，所以上涨有着很大的空间，跌幅却很有限，因为已经便宜到没有下跌空间了。而且看起来低价股走势更为平稳，价格波动很小，这会普遍给人一种安全的感觉。相对于高价股，每天价格变动的绝对值非常大，因此让人觉得风险大。所以市场上很多人认为购买低价股存在很多优势，但实际上这是不对的。股价上涨的空间取决于每股净资产能够上涨的空间，而股价上涨的速度取决于每股净资产膨胀的速度，因为股价是每股净资产的价格。

从整个股票市场来看，高价股通常波动看起来要剧烈些，波动的绝对值也要大很多，而低价股看起来波动就要小得多，所以有人也因此认为低价股让人感觉安全些。例如价格为 2 元的股票，长期以来价格都不会有太大波动。但是当我们把每日价格波动的绝对数额和股价相比的时候，也不见得这些股票比高价股安全。事实上低价股下跌 1% 和高价股下跌 1% 的意义是一样的。例如分别用 1 万块钱买入 2 元每股的股票和用 1 万块钱买入 100 元每股的股票，2 元的股票跌到 1 元和 100 元的股票跌到 50 元的结果都是同样损失 50%。而并不会说每股下跌 1 元的损失比每股下跌 50 元的损失小。同样无论是高价股还是低价股上涨 10% 的收益都是一样的，并不取决于绝对价格的大小。

尽管无论高价股还是低价股波动相同的幅度对股民来说影响都是一样的，但人们普遍认为价格高的股票上涨空间小，而价格低的股票上涨空间大。例如 2016 年 7 月 12 日贵州茅台的每股价格为 324.73 元，可以说是到了历史高位，因此很多人认为接下来可上涨的空间已经很小。在同一天一家名叫广东韶钢松山股份有限公司的钢铁公司每股价格仅为 3.02 元每股。看上去广东韶钢松山股份有限公司的股票上涨空间更大，因为公司的股价要低得多。但实际上广东韶钢松山股份有限公司股价比贵州茅台的股价要贵出许多，而且业绩整体也并不理想。实际上推动公司股价上涨的核心因素是业绩，而不是股票价格绝对值的高低。例如 2015 年伯克希尔公司的每股价格高达 20 多万美元一股，相比起来贵州茅台的股价算是便宜股。长期以来，贵州茅台贵为中国股价最高的股票，但相比于美国很多公司来说，股票价格并不算高。由于中国股票市场建立时间短，因此上市公司资产在上市期间膨胀的时间还很短，所以高价股并不多。随着时间的推移，我相信中国很多企业的每股净资产会不断被公司的业绩拉高，股价也会随之上涨。到时候中国股票市场就会出现很多千元股和万元股，那么相比之下今天的第一高价股在未来回过头来看也并不是很高。因此投资者关注的重心应该是公司的质量，而不是股价绝对值的大小。

投资者关心的不应该是股价是否很高，而是股票价格是否昂贵。而我们所说的价格是否昂贵主要是从价格偏离每股净资产的程度和每股收益的程度来看的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要股价与每股净资产的偏离程度不高，那么千元股也不叫贵。

这里所说的高价股指的是公司股票价格比较高，并不是单指价格被高估的股票。事实上高价股价格未必就真的高，相反低价股也是一样就未必真的低。我们还要看其偏离净资产的程度和每股收益水平的大小，同时公司回报能力的大小也是衡量股票价值的一个重要因素。例如广东韶钢松山股份有限公司 2016 年 8 月 9 日的每股价格为 3.19 元每股，而公司的每股净资产为 0.05 元，公司股价是每股净资产的 63.8 倍。从公司每股价格来看公司股价是非常低的，但是从公司的每股价格与每股净资产的关系来看公司的股价是昂贵的。同样还是在 8 月 9 日贵州茅台的每股价格为 315.71 元每股，而公司的每股净资产为 54.78 元每股。从公司股价来看公司的股票价格很高，但是公司的股票价格整体来看并不是很贵，因为公司股价是每股净资产的 5.76 倍。

投资者购买股票考察的不应该是股票价格的高低，而应该是考察公司的股票价格是否昂贵。只要物有所值，那么再高的股价也是值得购买的。而公司股价的贵贱投资者只需要考察价格与净资产的倍数就能得到大致的结果。

第 5 节　公司规模

在 21 世纪初，中国股市有一个奇特现象，大公司股票价格低，小公司股票价格高，小公司股票上涨容易而大公司股票上涨困难。例如中国农业银行、工商银行、交通银行、中国北车、中国南车、中国建筑、中国石油等等，这些公司的市盈率和市净率普遍都很低。银行规模通常都会比较大，而银行板块的股票在 2013 年到 2016 年这段时间大部分时间普遍都呈现破净现象，市盈率普遍也都是在 10 倍以下。造成这种现象的主要原因是中国股民很多是做投机，那么自然会去选择购买哪些股本小拉升容易的公司股票，而这群股民对股市波动又带来了巨大影响。通常小公司是那些市值比较小的公司，在 A 股市场上往往是那些市值小的公司股价高，而市值大的公司股价低。如果说小公司上涨空间大，大公司上涨空间小，那么反而高价股上涨空间大低价股上涨空间小。小公司上涨空间大的理由是由于公司小，所以未来成长的空间大，这个理由成了大家投机的正当理由。实际上公司成长的空间更多取决于业务可扩展的空间，只不过一般情况下很多大公司业务已经进入饱和，所以普遍认为大公司成长性缺乏。另一方面，从公司的市值来看公司股票的上涨空间，通常大公司上涨也比较难。例如在 2014 年中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油的股价为 7.54 元，不算高价股，而市值却为 13799.78 亿元。如果公司的股价涨一倍到 15.08 元，那么公司的市场价值还要再增加 13799.78 亿，每股价格单纯地涨 7.54 元并不算多，可是公司市值增加 13799.78 亿就不是那么容易。而东方网力公司的股价 80 元每股，市值 46.5 亿，假如公司股价再涨 80 元到 160 元每股，但市场价值才涨到 93 亿，一个市值 46.5 亿的公司涨到 93 亿相对就要简单得多。所以可以从公司的市场价值看股价上涨是否容易。

公司价值增长的空间给股票价格上涨空间做出了限制，当一家公司市值过大时，公司的股票要想翻倍就很不容易。例如中国石油，股价翻一倍就是上涨 7.54 元，但是对应的市值却是要上涨 13799.78 亿，一家公司价值增长 13799.78 亿是很不容易的。一家大公司市值增加通常是在经济快速扩张或者公司发生巨变的时候得以发生。而小公司市值翻倍显然就要容易得多，例如一个市值只有 20 亿的公司无论其股票价格有多高，翻一倍只需要在原有市值上再增加 20 亿就足以完成，甚至就算股价上涨 5 倍也要比大公司股价上涨 1 倍容易。这就是人们喜欢选择购买小公司股票的原因。

实际上公司规模和股本的大小也不是主导公司股价涨跌的核心因素，如果市场空间足够大，那么大公司同样还可以变得更大。很多时候说大公司缺乏成长性是因为大公司的业务已经变得饱和，如果大公司业务还有很大的成长空间，那么大公司也一样可以有很高的成长性。如果大公司和小公司一样具有很好的成长性，那么大公司一样非常值得投资。单从投资价值上来说，成长性和股价高低都是需要同时考虑的。如果公司市值小，看起来上涨一倍比大市值公司容易，但如果公司的业绩很差并且股价严重高估，那么也是不值得投资的。如果公司业绩不好，那么就算公司的市值再小，未来公司的市值只会变得更小，而并不会因为公司市值增加容易而导致股价持续上涨。相反尽管公司市值大，但是只要公司业绩足够好，股价足够低，那么公司未来的市值只会更大，而不会因为公司市值太大，所以导致股价下跌。

在 A 股市场上，前景好而股价被低估的小公司事实上很难找。例如互联网的兴起，大量与互联网有关的公司股价上涨得非常高，引起严重的互联网股价泡沫。尽管互联网行业前景好，但是已经很难找到值得投资的好公司，因为公司质量和价格优势需要同时具备才称得上是一个好的投资标的。

当世界某些行业开始发展时，公司规模通常较小，在没有取得规模优势的情况下风险也比较大。所以投资这样的公司需要采取谨慎态度，如果对公司缺乏足够了解，那么宁可放弃。行业发展之初，由于探险者逐步增多，公司外部性成本大，所以失败风险相比成熟行业的公司要高得多。而且由于新行业在过去缺少可借鉴的经验，过去也没有相关成功的公司可学习，所以行业形成之初发展通常比较混乱。由于新行业的形成在之前相关公司并没有过多的时间进行资本积累，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以相关行业的公司规模通常比较小，至少大多数公司规模都是相当小的。例如最近刚兴起的 P2P 行业，相关公司的数量快速增加，但是很多公司规模并不大。

由于新行业代表着人类科技未来前进的方向，科技的进步是一个不断进行探索的过程，而在缺少前例的情况下，新进入的参与者通常规模较小。因此这些小公司背负了人类对未来的很多美好期望，所以投资这类小公司通常带有很多感情性的因素。在美好期望的带动下通常会给相关公司的股票赋予一个较高的价格，这种感情性的因素越是强烈，那么赋值就越不理性，其结果通常又被视为“爆炒”，因此小公司股价通常都是偏高。而大公司通常都是成熟型公司，这些公司面临着步入衰退期的风险，资本积累的意愿低，所以这类公司的股票价格通常也偏低。但不论是哪一类公司，必须满足三个条件投资者才能去够买公司股票：其一是公司股票价格足够低，其二是公司质量足够好，其三是公司有能力长期维持这种高质量。

第 6 节 公司名字

有时候“感觉”对股民的影响很大，股民往往会买入自己感觉股价走势不错并且感觉公司前景很好的股票，但却不看公司到底是干什么的。有两个因素对股民的影响非常直接，一个是股票价格走势图，另外一个就是公司的名字。当股民看到公司的股价走势不错，然后再看看公司的名字，例如公司名字含有“科技”两个字，那么就认为公司是一家高成长和高技术的科技企业，再加上公司股价表现不错那么就会选择买入。因此股市通常会发现一些奇怪现象，上市公司股价会因为一个好听的名字而比同行其他公司股价表现好，上市公司仅仅更换一个名字，但股价就能因此上涨，这些都是一些非理性的表现。

A 股市场有一家叫作量子高科的公司，如果单单从名字上来看，那么让人联想到的就是一些经营类似量子计算机或者量子通信业务以及电子产品业务的企业，但实际上这家公司是一家食品生产企业。量子高科公司经营的项目主要有生产龟苓膏、阿力果还有低聚果糖等产品，实际上公司业务与电子产品没什么关系。可是在 2016 年 9 月 30 日，公司每股净资产为 1.75 元，而每股价格高达 17.35 元，股价是每股净资产的 9.91 倍，动态 PE 高达 114.6 倍。公司比食品制造业的其他公司股价要高出许多，其中 9 月 30 日食品制造业的平均市净率为 6.77 倍。还有一家公司的名字叫作正虹科技，如果从名字上看公司很像一家科技公司，可实际上公司是一家生产饲料的企业，而且在 2014 年和 2015 年公司的业绩都很糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样是在 2016 年 9 月 30 日，公司的每股价格为 13.50 元，而公司的每股净资产仅为 1.67 元，股价是每股净资产的 8.08 倍。

公司的名字很多时候会对公司股价产生影响，好听的名字可能会令公司股票有一个好价格。但对聪明的投资者来说，投资那些名字听起来不好或者公司经营业务让人感到不愉快的公司很多时候是有优势的，公司业绩本来很好，但是会因为这些无关紧要的原因导致公司股价变得很低，因此会为投资者提供优质的投资机会。例如提供殡葬服务的企业，公司业务是让人感到不愉快的，但是有的这样的企业利润水平却很高。因此理性投资者关注的重心是公司的利润水平，而不是企业的外表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 股票投资

第 1 节 股票价值

股票价格指的是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，因此股价与公司每股净资产呈正相关，购买股票本质上就是在购买公司的资产。所以在这里股价是由两部分构成：一是公司的每股净资产，二是影响每股净资产变动的因素。对于每股净资产，自然是每股净资产越高，那么每股价格也会越高，例如 2017 年 2 月 17 日贵州茅台的每股净资产为 54.64 元，而股价高达 350.56 元每股；而华锐风电每股净资产为 0.06 元，股价仅为 2.24 元每股。对影响每股净资产变动的因素来说，如果这个因素导致每股净资产增加的潜力越大，那么这个因素的价格就应该越高。这些因素最为核心的当属公司经营的业绩，如果公司的利润水平很高，由于利润可以转化为股东的资产，那么公司每股净资产增加的潜力也会越大。业绩对公司股价的影响实际上是间接的，如果公司业绩好并不能导致每股净资产增加，那么股价长期来看一样不会上涨。例如，如果公司把所有收益进行分红，那么长期来看每股净资产是不增加的，那么每股价格上涨也不可持续。因此业绩好导致公司股价可持续上涨的前提是公司的经营必须要有剩余，而不是把所有的利润进行分配出去。如果一家公司经营的业绩越好，那么导致每股净资产增长的速度就可能会越快，公司的股票价格就应该越高。如果公司的业绩很差，非但不能导致公司每股净资产增加，反而亏损还会导致每股净资产不断下降，那么公司股价就应该破净，因为公司业绩对每股净资产的影响是负的，所以这种因素的价格也是负的。

在现实中，公司的资产多，但每股净资产高并不意味股东获得的收益就越大。因为有时候尽管公司拥有庞大的资产，但可能公司的盈利水平很低，那么公司股价可能也会比较低。例如河钢股份，河钢股份是一家钢铁公司，2015 年公司总资产为 1788.11 亿元，净资产为 455.96 亿元，但公司 2015 年净利润仅为 4.02 亿元。2013 年和 2014 年净利润分别为 1.37 亿元和 7.17 亿元。在 2015 年公司净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润与公司净资产之比仅为 0.88%，而净利润与总资产之比仅为 0.22%。公司 2015 年每股净资产为 4.11 元，而 2016 年 6 月 20 日每股价格仅为 2.7 元每股。尽管公司每股价格严重低于公司每股净资产，这是因为公司盈利水平很低的缘故。因此公司股票价格还与公司对股东的回报能力有关，公司对股东的回报能力越大，那么股票价格就越高。价格与公司的回报能力至少是呈现出正相关性的。也许公司每股净资产并不高，但是公司可以利用有限的资产获取高额的利润，那么公司的股价依然可以有一个相当高的价格。例如贵州茅台 2016 年 8 月 11 日每股价格为 320.05 元，而公司的每股净资产为 54.78 元，尽管公司每股价格是每股净资产的 5.84 倍，但实际上这也是一个合理水平。因为在 2015 年公司的资产净利率高达 24.98%，公司净资产增速很多年都是高达 20% 以上，在 2007 年公司的每股净资产仅为 8.72 元每股。由于公司的业绩很好，影响每股净资产变动的因素能够推动每股净资产快速增加，那么公司股价是净资产的 5 倍也是合理的。相反，如果公司每股净资产很高，但盈利能力不足，那么公司股价破净也是正常现象，例如河钢股份。

一旦公司的每股价值被确定，投资者就可以通过寻找价格与价值偏离过大的股票进行投资，那么长期来看价格必然会向价值靠拢，所以《淮南子》里说“时骋而要其宿”。

公司股价由两部分组成，如果过多地重视公司对股东的回报能力就会轻视公司现有的资产。例如，如果公司业绩很好，但公司股票价格严重高于每股净资产，股价之所以能维持很高的水平是因为公司的盈利能力很高。事实上这种重盈轻利资产的行为是相当危险的，当过分重视公司的回报能力时，可能会因为对公司业绩的错误估计而导致投资失败。因为对公司业绩的估计很多时候会带有主观性，投资者很难去衡量这种优质业绩到底值多少钱，或者能够持续多久，为了保证对公司业绩估计的合理，投资者购买的股票价格不应该严重高于公司的每股净资产。如果过于重视公司的业绩，投资者可能会采用现金流贴现模型来估计此刻的股价水平。假如按照当前公司的盈利水平，以现金流贴现模型得出的股票价格合理水平严重高出每股净资产，那么一旦公司的盈利水平发生改变必然引起股价大幅下跌。当公司对股东的回报能力快速下降，那么股票价格在缺乏每股净资产支撑之下就会有很大的下跌空间。例如奥瑞金包装股份有限公司 2015 年总资产为 104.82 亿元，净资产为 45.12 亿元，净利润为 10.13 亿元，公司净利润与净资产之比为 22.45%，奥瑞金包装股份有限公司盈利水平看起来相当高。而且从盈利水平来看 2015 年公司的每股收益为 1.04 元，截至 2015 年 12 月 31 日公司股价为 28.26 元每股，静态市盈率为 27.17 倍。从公司每股收益来看公司的股价不是很高，但当我们考察公司每股净资产时发现公司股价存在明显的高估。2015 年公司每股净资产为 4.44 元每股，公司股价是每股净资产的 6.36 倍。如果按照现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流贴现模型或者收益贴现模型估算股价合理水平是危险的，因为未来现金流和收益的可维持性是很难预测的。所以在利用现金流贴现或者收益贴现模型衡量股票价格合理水平时只有当合理价格偏离公司每股净资产不是太远才会可靠。

因此购买股票最保险的做法是购买公司每股收益和每股净资产都很高的股票，而这里的“高”指的是相对于公司的股价和业绩而言。投资者可以从公司资产和股票价格的关系寻找价值低估的股票，价值低估越是严重股价回归的空间就会越大。例如五粮液公司在 2014 年 1 月股价最低仅为 14.33 元每股，而公司的每股净资产高达 10.39 元，每股收益高达 1.53 元，市盈率仅为 9.36 倍，这就是非常优质的投资机会。公司股价到 2016 年 6 月 17 日时已达 32.79 元每股，而 2015 年公司每股净资产为 11.41 元，每股收益为 1.63 元每股。如果发现价值 2 元的股票在以 1 块钱的价格做交易，那么价格回归价值就会为投资者提供利润翻倍的空间。当视买股票为一种购买公司的行为，那么股票价格越被低估安全边际就越高，也就吸引人。当某件商品的价值严重低估，那么它的价格下跌空间就会变得很有限。价格越是低于价值，这样的投资就越是安全。把价值减去价格所得到的数值叫作安全边际，安全边际的高低主要由价格偏离价值的程度来决定。如果价格远低于价值，那么接下来价格上涨的空间就会很大，并且继续下跌的空间会越小。当价格严重低于价值，不排除价格还会继续下跌，但这样的可能性会变得小得多，而且就算是这样，价格下跌的空间也很有限，而且是不可持续的，否则就会违背价值规律。

就价值规律来看，投资的目标是寻找安全边际很高的投资标的。如果价格高于价值，那么我们认为股票价格存在泡沫，泡沫的大小与价格高于股票价值的程度成正比，泡沫过大为股票价格的下跌提供了很大空间。这里的关键是要能够了解股票的价值是多少，或者怎么衡量。在股票交易的过程中，对于价格我们可以很容易地就知道，难的是去衡量股票的价值。股价涨得太高，人们知道股价泡沫巨大，但是没人能准确知道泡沫有多大。因此存在几个亟待解决的问题：第一是股票的价值在哪里？第二是股票的价值在未来会发生怎样的改变？第三是股票价格的高估、低估以及股票价格的泡沫和安全边际这些指标在未来是否可持续？这些都是投资者需要考察的问题。我们很难去寻求一个精准的数据，因为越是精确，出错的可能性越大。因此对股票的估值只能取一个大致的范围，投资者只需要了解这家公司的每股价值大体是多少就可以了。有一个简单的方法是查看公司的每股净资产，由于股价是每股净资产和影响每股净资产因素的价格。那么投资者可以粗略地认为公司每股净资产就是股票的价值，忽略盈利能力的问题。这样投资者只需要考察每股价格与每股净资产的偏离程度就能了解到股票价格是否存在高估。例如星美联合这家公司的每股价格在 2016 年 7 月 27 日为 17.37 元每股，而公司的每股净资产为 0.01 元，公司股价是每股净资产的 1737 倍，毫无疑问公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格泡沫非常大，所以投资者不应该购买。而在同一时间交通银行的每股价格为 5.68 元每股，而公司的每股净资产为 7.46 元，公司股价是每股净资产的 0.76 倍，该银行股价存在明显低估，因此该股非常值得购买。

事实上准确了解公司股票的价值意义并不大，越是想得到一个精确的结果，那么这个精确的结果发生错误的可能性就越大。例如在物质最小单位的发现上，经历了从分子到原子，从原子到电子、原子核，再到中子、质子还有夸克，甚至到弦理论。我们很难衡量物质的最小单位是什么，或者说物质是否可以进行无限分割。同样在投资中尤其忌讳去寻找精确答案，因为越精确就越容易被推翻。我们只需要了解大致正确就可以了，找到一个合理的范围就可以知道一笔交易是否划算。我们很难去说明股票价格被高估了多少或者低估了多少，但是我们可以明显地感受到股票价格是否被高估，或者高估得是否严重。就像尽管我们不知道气温是多少，但是可以明显地感觉到冷和热。例如 2016 年 7 月 27 日，我们可以明显感觉到星美联合的股价被严重高估，而交通银行的股价被明显低估，知道这一点实际上就差不多了。

当以很高的安全边际买入股票，尽管股票价格继续下跌，从账面上看投资者出现亏损，但是安全边际增加的幅度将会与股票价格下跌的幅度成正比。安全边际的扩大就是在不断增加买入价的优势，由于价值规律最终会起作用，所以投资者也不会恐慌，下跌只会让人可以用更划算的价格购买一家公司的资产，并且下跌只是一时的现象，所以应该越跌越买。只要知道股票每股价值，安全边际就可以衡量。通常把公司的每股净资产视为内在价值，因为股票本来就是股东权益的代表，这种权益的大小主要体现在每股净资产和股东所持有股票的数量上。公司的资产是经过审计机构进行审计评估的，暂且认为审计是公平公正合理的，而且假设公司把所有资产变现能够得到审计的结果，那么每股净资产就可以视为股票的内在价值。至少购买的股票股价并不严重高于每股净资产是要安全得多的。

在中国股票市场上，每股价格通常都是远远地高于每股净资产，甚至认为每股价格在每股净资产的五倍以内都属于合理的状态，因为除了考察每股净资产外还会考虑公司的盈利能力。在我国股票市场上，股票价格高于每股净资产是常态。例如在 2016 年 9 月 30 日上海市场 A 股的平均市净率 1.55 倍，深圳市场 A 股平均市净率 3.75 倍。实际上股票所显示的每股净资产是公司资本的一部分，而资本是可以产生利润的，股东持有股票就能获得公司的经营收益。一般商品主要用于消费并不产生利润，但是股票所代表的每股净资产通过公司的经营会产生利润。因此每股净资产不光代表公司资产变现可获得的现金状况，还代表着公司可能带来的回报水平。因此股价高于净资产的部分可以视为是对公司对股东回报能力大小的赋值。每股价格偏离每股净资产的程度越高，表示人们认为公司未来回报股东的能力越大。但由于衡量股东回报能力是困难的，所以用每股净资产来衡量内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价值。而对于公司回报投资者能力的衡量，投资者应该尽可能保守一些。若按价值规律来购买股票，假设公司破产，公司资产能够按照账面上的价值清算，那么价格低于公司净资产的时候就会存在正的安全边际，净资产减去当前的价格就是安全边际，这个值越大投资越划算。当股价高于净资产的时候安全边际就是负值，负值代表的就是泡沫的大小，负值的绝对值越大，证明泡沫越大。但是在股票投资里面不能单纯地用公司净资产来衡量股票的价值所在，因为需要考虑公司回报能力的大小，所以股价与每股净资产的偏离程度仅视为一个重要的衡量因素，但不是绝对因素。如果公司盈利能力很差，那么股价低于每股净资产也认为是合理的，例如鞍钢股份。鞍钢股份是一家钢铁公司，2016 年 9 月 30 日每股价格为 4.52 元，而公司的每股净资产高达 6.02 元每股。2014 年公司总资产为 912.91 亿元，公司是一家大公司。可是公司 2014 年的净利润仅为 9.24 亿元，而 2015 年净利润则为 –46.00 亿元。如果公司业绩不好，回报股东的能力不足，那么股价破净也一样是合理的。

购买公司股票就像购买一个赚钱的公司系统或者其中的一部分。股东投资成本是购买股票的价格，股东投资的结果是公司的每股收益，那么股东的回报率就是每股收益与投资成本（股票价格）之比。例如交通银行 2013 年末的股价为 3.84 元，假设 2013 年末买入这家银行股票，经过一年经营，2014 年交通银行每股收益为 0.89 元，那么投资回报率就是 23.17%，这一水平实际上是非常高的，所以在 2013 年投资交通银行股票是非常值得的。这里有一个小技巧，实际上衡量投资者股东回报率的每股收益除以股价本质上就是市盈率的倒数，如果市盈率的倒数比市场上一般固定收益类理财产品的收益率还高出很多，那么这只股票很可能就是非常值得投资的股票之一。例如说交通银行的股东投资回报率为 23.17%，实际上这一水平比银行贷款利率高出许多，比投资债券和银行理财产品的收益率高出许多，甚至与巴菲特投资的收益水平差不多，因此 2013 年投资交通银行是划算的。

在投资过程中，公司每股净资产容易考察，但公司盈利能力却很难衡量。衡量公司回报能力大小，更多只能从定性分析上来进行。为保证对公司的内在价值估计不至于偏离过大，在股票价格偏离每股净资产不是很高的情况下进行定性分析至少可以减少很多不可量化因素出错所带来的伤害。投资者需要合理把握定量分析和定性分析所占分析系统的权重，而把握这样的权重又是一个艺术性的问题，因此说投资是一门艺术。

由于存在不可量化的因素影响股票估值，所以注定对股票内在价值的衡量只能是一个大致的范围。只有通过股票价格偏离净资产的程度和公司的经营能力来衡量股票价值区间，让公司股票价格高于每股净资产的程度压缩到很小的空间可以让我们不至于犯太大的错误。股价高于公司每股净资产的部分就是对公司回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东能力所赋予的价值，为了减少对公司经营能力估计偏差所产生的影响，我们可以压缩经营能力在分析中所占的权重。这样做尽管可能会让我们失去很好的投资机会，但至少不会犯毁灭性的错误。

在 2013 年到 2014 年期间，很多银行股和钢铁类公司的股票价格低于公司的每股净资产。在股价低于每股净资产的时候人们认为公司未来给股东的回报是负的，也就是说公司未来可能会不断地消耗掉现有的资产，所以投资者愿意付出的价格事先就先低于每股净资产。投资者认为这些公司未来会发生亏损拉低公司的每股净资产，所以并不看好它们。但事实上这些公司很多是相当优秀的公司，例如银行是有能力给股东带来持续回报的，而且很多银行净资产的增速是很多小公司所望尘莫及的。大部分银行净资产在这些年都能实现两位数的平稳高速增长，因此 2013 年银行股存在严重价值低估。事实证明在 2015 年银行类股票价格普遍都实现了翻倍。技术分析者认为是这些股票股本太大，上涨困难。但是从价值投资的角度来看，股票价值与公司股本是没有关系的。

公司回报能力的评估更多的是通过定性分析来进行的，定性分析通常带有很多感情色彩。例如喜欢某家公司，就会大力寻找公司的好处，无意识地忽略掉公司一些不好的地方。这样的感情因素可能会让投资者过高地对一家公司股票进行定价，从而得出过高的价值区间。但如果投资只是让计算机来完成，那么缺乏感情色彩又会使投资行为变得机械和缺乏活力，从而导致决策的基础都是靠一堆数学数据来完成，如果是这样的话超级计算机一定是最后的胜利者。因此，成功的投资除了需要以数据作为基础外感情色彩也占非常重要的比重，感情因素成了伟大投资者不可复制的一部分，这就是投资艺术。西方兵圣克劳塞维茨说："在任何一项专门活动中，要想达到相当高的造诣，就需要在智力和感情方面有特殊的禀赋。如果这些禀赋都很高，并能通过非凡的成就表现出来，那么就称为天才。"区分伟大投资者和普通投资者的关键很多时候不在估值技巧上，而是感情因素。尽管有的时候感情因素会带来投资奇迹，而过于极端的行为容易带来沉重灾难，为了避免感情因素可能带来的巨大伤害，投资者购买的股票不应该偏离每股净资产太远。

保证购买股票的价格偏离每股净资产不是太远可以有效抑制投机行为，按照主流观点来看合理的股价不应该高于净资产的 5 倍。尽管 5 倍市净率不是投资与投机的分水岭，但是股价高于每股净资产 5 倍确实是太高了。为保证定性分析不至于犯太大的错，把投资的股票价格定位在每股净资产的 5 倍之内是较为合理的，后面我们再谈为什么是 5 倍而不是其他倍数，应该怎么衡量合理的市净率水平。

寻找安全边际足够高的股票进行投资，但并不是只要股价低于其价值就应该购买。实际上这种安全边际不可能永远地保持下去，或因为公司股票价格的上涨而不断稀释掉安全边际，或因为公司经营的恶化而导致安全边际渐渐消失。股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值会随着公司的经营而发生变动，一次大危机可以导致一家公司的盈利能力急剧恶化，那么公司股票价值会随着公司经营能力的下降而大打折扣。假如一家公司之前是一家股票价格被低估的公司，存在安全边际，但是在发生危机之后公司股价就算还在相同的水平，那么这个价格水平可能已经被高估，因为公司的实际价值发生了大幅度下降。如果一家公司的股价被高估，但是由于公司经营能力的提高，那么公司的业绩会逐步挤掉价格泡沫，多年以后相同的价格已经不再代表价格被高估。例如贵州茅台，2007 年公司的每股净资产为 8.72 元，而 2016 年 9 月的股价在 298 元附近，这一价格是 2007 年每股净资产的 34.17 倍，从这里来看价格实在太高了。可是如果考察 2016 年第二季度公司的每股净资产，实际上公司的股票价格并不算高，因为到 2016 年第二季度公司的每股净资产已经高达 51.73 元。所以从某种角度来看，只要公司质量足够好，那么购买股票的价格高一些并无太大的问题，因为时间会挤掉价格泡沫。相反，如果公司质量不好，那么现在存在的安全边际可能会随着时间的推移而消失。所以我们找到的价值区间只是衡量当前的估值情况，这一估值水平并不永恒。因此购买价值被低估股票的前提是公司有能力在当前价格上长期维持股价的估值优势，也即是说公司至少要能保证公司资产不会随着公司的经营而不断被消耗。

由于安全边际不可能长期维持，那么我们就应该通过安全边际的变化来做出交易决策，至少要作为一个非常重要的考察因素。当股票价值被严重低估，安全边际明显存在时买入股票。在安全边际下降或者价格泡沫被过分吹大，或者公司经营发生了不可逆转的改变，公司价值低估已成历史，那么就该卖出股票。就算之前存在安全边际，但由于公司经营的恶化导致安全边际不再存在，那么就该卖掉股票，因为这家公司的真实价值已经减小，而且这种减少还在继续。所以决定股票是否卖出应该看股价和公司价值的偏离程度而定。

投资的基础是以价值规律为基础。在简单的价值规律中，我们假设的是价值不变，然后价格围绕价值做上下波动。但从长期来看，价格和价值都是会变的，变的不只是价格。在股票投资中，假设股票价格为固定不变，但是价值的变动也会改变价格与价值的偏离程度，当价值高于价格时，我们认为价格低估了存在安全边际。相反当价值低于价格时，我们认为价格高估了存在泡沫。我们习以为常的是价格的变动，相比之下价值要稳定得多，价值的变动比价格的变动速度要慢得多。价格更像在做毫无规律的布朗运动，类似闪电图一样的快速波动，但价值的变动要慢得多。

在未来，股票的价格和价值都会发生变动，这为投资增加了难度。在股票市场上，价格的高估和低估是相对于时间来说的。随着时间的推移，这种高估或者低估的状态都会发生改变。如果公司经营业绩很好，那么公司的股价和每股净资产都会不断上升。贵州茅台 2007 年的每股收益和每股净资产分别为 3.00 元和 8.72

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，可是到 2015 年公司的每股收益和每股净资产分别为 12.34 元和 50.89 元。随着时间的推移，贵州茅台的价值是在不断提升的，所以股价也在不断上涨。2016 年 6 月 20 日贵州茅台的每股价格为 274.6 元，相比于 2007 年来说 274.6 元的价格存在很大的价格泡沫。但在 2016 年 274.6 元的每股价格却是合理的，因为相比于 2007 年贵州茅台的每股价值已经有大幅度的增长。所以只要公司每股价值增长的速度够快，那么以一个偏高的价格购买一家好公司的股票比以一个普通的价格购买一家差公司的股票要有效得多。

当价格偏离价值太远，价格始终会向价值回归。随着公司的经营，变的不止是公司的股价，公司的每股价值也会发生变化。但无论公司每股内在价值如何改变，价格必然是围绕价值波动的。投资者寻找到安全边际越明显的股票投资就越安全，而且价格在向价值回归的路上获得的收益会更大。但并不是说价格严重低于价值就会马上发生价值回归，这可能是一个长期的过程。因此很多人才会把价值投资等同于长期持有，实际上价值投资未必是长期持有，长期持有也未必是价值投资。由于公司股价发生价值回归可能是一个长期性过程，所以投资者在买股价值低估的股票时还要考察这种低估优势是否可维持。

第 2 节　避开萧条环境下的企业

在经济大萧条的时代，公司股票普遍存在低估，但有的公司股价尽管被低估，单单依据安全边际来进行买入也不见得是明智的。因为萧条的长期持续和公司经营的恶化可能会导致股票价格进一步下跌。而在经济得到好转或者萧条不再继续加深时买入股票有两个有利的因素，第一是用很低的价格买了一家很有价值的公司股票；第二个是市场普遍认同公司股价被低估，一旦公司价值被低估得到市场的认同，那么继续下跌的可能性就会比较小，从而避开安全边际还可能进一步扩大的下跌损失。在大危机环境下的公司股票经常被严重低估，或者萧条经济环境直接恶化公司的经营能力，从而使安全边际逐渐拉小。在这种情况下寻找价值低估的股票更多的要考虑公司的业绩，因为这时候价值低估的公司很多，但业绩还能保持很好的却不多，公司业绩在萧条环境中依然表现很好才能确保安全边际能够持续存在。在大危机时代，尽管很多公司的股票价格很便宜，安全边际普遍存在于很多公司中，但是危机导致公司经营的恶化可能会导致安全边际的减小甚至消失。所以在危机年代公司的安全边际的可维持性需要看公司利润水平受到打击的程度。

经济在萧条期股票价值会普遍被严重低估，但在经济繁荣时期也会出现很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价股，尤其是会发生在一些萧条行业。经济的繁荣与行业的繁荣有时候是不一致的，某个行业也许会把社会经济拉入繁荣期，同样某个行业也可能把经济带入萧条区。尽管社会处于繁荣期，但是一些行业可能反而是处于萧条区，由于社会的进步和技术的创新会导致之前一些行业或者公司生产的产品失去吸引力。例如彩色电视机逐步地取代黑白电视机，之后彩色电视机逐步进入液晶显示器时代。在这样的情况下，生产前一代商品的公司由于技术未能跟上时代的进步导致产品缺乏吸引力，从而导致公司的利润水平快速下降。所以尽管处在繁荣的年代也可能存在行业萧条的状态，经济的增长可能是由某一个部门所带动，但是一些传统行业可能由于技术显得相对落后而表现出萧条的状态。所以一些传统行业尽管在经济繁荣的年代公司依然可能经营利润很低，在低利润的影响之下公司的股票价格也可能会显得很低。在股票市场上，由于传统行业相对缺乏活力，所以导致传统行业公司的股票价格相对较低，而对于新兴产业里的公司股票普遍会赋予一个较高的价格。如果一个行业的恶化将会长期持续下去，那么投资者就不要去购买相关公司的股票，尽管相关股票价格严重破净，因为公司未来可能会变得更糟。

第 3 节　大公司投资法

在寻找价值被低估的公司时通常要避开夕阳行业或者已经进入成熟期的公司，这类公司价值被低估一直是普遍现象，而且价值被低估状况会由于公司经营利润水平的下降从而不断稀释掉这种安全边际。在中国股票市场，通常盘子大的公司股票价格低，盘子小的股票价格高。例如银行股票的价值普遍被低估，由于它们的市值过大，从而在一个投机气氛浓烈的中国市场长期都不被看好，理由是盘子太大炒不动。尽管在这种投机氛围浓烈的市场里存在股票价格普遍被错误定价的情况，但对于很多规模庞大的公司来说，公司的进一步成长确实已经显得相当困难，因为公司资产基数过大。

通常规模庞大的公司股本都会比较大，由于公司规模庞大，公司业务几乎已经饱和，市场占有率已经很高，所以公司容易进入规模递减，因此很难从这样的公司中取得快速成长的资产增值回报。这样的公司只有在股票指数大涨时能有不错的涨幅，因为股票指数普遍就是由规模庞大的公司加权而得，并且力求能够反映一个国家的经济基本面。规模庞大的公司构成了一个国家的经济支柱，因此通过这些大公司所组成的指数可以反映出一个国家的经济情况，而这又是指数设置的主要目的之一。

通常投资大公司的都是巨额资金，大资金担心股市投资风险，所以会选择一些规模庞大的公司进行投资。因为这些规模庞大的公司很多都进入了成熟期，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的经营稳定，投资这些公司可以避开公司经营波动过大的风险。而且这些公司由于股本庞大，公司股票在二级市场上的供给和需求量都相当大，所以持有这些股票的人容易将股票卖出，同时也容易买入巨量的股票，能够满足巨额资本的需求。对于股本很小的公司来说，这些公司的股票在二级市场上的供给和需求都显得相当有限。当投资的资金额度大到一定的程度，那么对股票的流动性就会有较高的需求，在这样的情况下往往只有大盘股才能满足这样的需求。巨额的资金需要投资变现能力强的股票、风险低的股票，当股票市场发生激烈波动时能快速抽逃。而且大盘股构成了主要的股票指数，大盘股的价格波动会严重影响到指数的波动，并反映一个国家的经济情况。在金融市场高度发达的今天，建立了以股票指数为基础的股指期货市场，所以通过投资这些高流动性的股票还可以通过股票指数期货对冲风险，因此大盘股比较适合大资金投资。由于大公司反映着一个国家的经济情况，在经济向好股指大幅攀升的情况下巨额的资金可以推升大盘股向上，这类股票和大盘指数走势有非常强的相关性，购买大盘股事实上是代表看好整个股市的繁荣。

大公司的成长性受到相当大的限制，但这类公司的经营相当稳定，因为这些大公司经过多年的经营，业务已经相当成熟，利润水平显得非常稳定。所以投资这类公司可以减少很多不确定性，避免公司经营业绩发生大起大落。例如中国石油和中国石化，这两家公司在我国能源市场占有的份额非常大。如果我们要看中国石油产业情况，大可以去看这两家公司的经营情况。再如中国建筑、中国铁路总公司、中国移动、中国电信等等这些公司由于在相关行业中所占的份额非常大，所以通过他们的股价表现可以看出相关行业的经营情况，在股票市场上又被视为龙头公司。所以由这些股票组成的市场指数与国家经济情况有着很强相关性，投资这类巨型公司代表着看好相关的宏观经济环境。

大公司的股票能更好地体现公司价值，因为这类公司的股本非常庞大，股东人数非常多，而且投资这些公司的投资者有很多是资金量庞大的人。在资本市场上资金量庞大的投资者通常要理性一些，因为他们更关心投资的安全性。市场拥有巨额资金的大多是些企业机构，这些机构核心投资人员基本都具有专业的投资知识，因此所做的投资决策也较为理性。由于这些大公司拥有数量庞大的股东，大量股东对股票的定价往往也要理性一些，如果公司股价过低，自然会有大量的人购买；如果公司股价过高，自然会有大量的人卖。但如果公司股本很小，那么拥有该公司股票的投资者往往也比较少，那么这些少量投资者中资金量大的人可以很容易地就使股价偏离其合理的位置。但是对于类似交通银行这样的大银行来说，就算某个人资金量很大也很难凭自己的力量使股价运行到一个离谱的位置上去。

在股票投资中，人们普遍认为大公司成长缓慢，因为大公司很多已经进入成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟期，加上公司资产庞大，要在庞大的资产规模上翻倍或者高速增长是很困难的。由于增长基数过大问题，普遍认为大公司成长性要差一些。例如国内生产总值很高的大国经济增长通常非常缓慢，例如美国，每年 GDP 能实现 3% 的增长就已经很不错。但是一些国内生产总值小的国家，经济往往可以实现高速增长，例如 20 世纪 50 年代后的"亚洲四小龙"和 20 世纪末 21 世纪初的中国。随着基数的上升，增长越来越困难，一亿增长 10% 只需要增加一千万，但一百亿增长 10% 就需要增加十亿。在股票投资中，大公司资产规模庞大，所以通常被认为高速增长期已过。既然公司增长期已经过去，那么投资者自然不愿意赋予大公司太高的价格。

大公司成长缓慢的主要原因是业务的饱和，但如果大公司业务增长的空间还很大，那么事实上大公司还可以更大，依然可以有很高的成长性，因此大公司成长性差并不是绝对的现象，只能说是一个比较普遍的现象。事实上目前很多大公司的资产依然在以很高的速度增长，而且增长的速度很平稳，甚至是很多小公司所望尘莫及的。例如银行资产膨胀速度就很快，而且业绩很好，很多银行净资产年增长率高达 10% 以上，这是很多公司所不能及的。从 2005 年到 2014 年 15 家上市银行净资产平均增速为 32.38%，这样的增速是很多小公司所望尘莫及的，所以很多银行股是非常值得投资的，而且银行股非常便宜。在 2013 年很多银行股价格跌破净资产，实际上股价长期低于每股净资产是不可持续的，而且银行的每股净资产还在快速地上涨，所以 2013 年银行是非常具有投资价值的板块之一。如果我们能够长寿，将会看到 22 世纪的人很难理解为什么 21 世纪的股民会把业绩如此良好的银行股低估到如此程度。

表 7-1 2015 年上市银行除光大银行外 15 家银行资产变化表

	归属上市公司股东净利润（万亿元）	营业收入（万亿元）	净资产（万亿元）	总资产（万亿元）
2005 年	0.1397	0.6163	1.0594	25.8472
2006 年	0.1829	0.7247	1.5399	30.1394
2007 年	0.2928	1.0104	1.9423	35.8867
2008 年	0.4549	1.3408	2.4587	42.0582
2009 年	0.4998	1.3668	2.8172	52.8698
2010 年	0.6646	1.7204	3.6900	62.3752

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	归属上市公司股东净利润（万亿元）	营业收入（万亿元）	净资产（万亿元）	总资产（万亿元）
2011 年	0.8570	2.1877	4.4279	71.0888
2012 年	1.0037	2.5362	5.2742	83.5865
2013 年	1.1321	2.8465	6.0157	92.8063
2014 年	1.2189	3.2548	13.2243	103.0573

表 7-2　2016 年 6 月 20 日银行股市净率

银　行	市净率
平安银行	0.79
宁波银行	1.32
浦发银行	1.02
华夏银行	0.75
民生银行	1.06
招商银行	1.16
南京银行	1.04
兴业银行	0.97
北京银行	1.07
农业银行	0.87
交通银行	0.74
工商银行	0.84
光大银行	0.73
建设银行	0.82
中国银行	0.78
中信银行	0.82

按照道理来说，大公司资产的增速是缓慢的，但银行的资产增速却是非常快和非常稳定的，这看起来和一般情况并不一样。在我国，银行业和其他行业有很大的不一样，在资本项目尚未开放的情况之下，在我国要开银行事实上是非常困难的。尽管在 21 世纪初建立民营银行的呼声很高，但是民营银行数量在我国还是非常少的。由于在我国开立银行有政策上的严格限制，所以导致银行的数量少。尽管在各地方存在一些村镇银行，但是这些银行属于地区性的银行，业务范围基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本局限于某一个区域，而且业务类型比较单一，所以这种区域性银行的客户量相对较少。而且通常村镇银行资本规模较小，经营范围也比较窄，所以远不能和四大行相比。四大行资本规模庞大，在上市银行当中，银行资产规模基本都在万亿以上。也就是说在银行资产中，大量的资产集中于上市银行，村镇银行尽管数量多，但是资产并不庞大。可以说上市银行集中了我国大量的社会储蓄，因此上市银行的资本当量是非常庞大的，例如截至 2016 年 9 月 30 日 A 股 23 家上市银行的资产规模就高达 131.79 万亿人民币，因此这些银行具有很大的规模优势。由于银行赚取的是稳定的息差，例如银行息差大概在 2% 左右。在资本当量非常庞大，而且银行集中了大量储蓄的情况下，稳定的息差加上庞大的资产，银行每年赚取的利润足以支撑银行净资产快速稳定地上涨。

由于银行垄断性强，可以获得高额的垄断利润，但是其他缺乏政策性壁垒的大公司所获得的垄断地位就要弱一些。在充分竞争的市场经济里，尽管有的企业规模庞大，但这反而让公司进入规模不经济的状态。公司资本庞大，但是利润水平低，投资的增长带动利润的增长呈现边际递减。因此对于竞争性很强的行业，规模庞大成熟的公司成长性很多比不上小公司。

一家公司规模可扩张的潜力决定于市场空间，如果市场空间足够大，那么公司的规模就可以足够大。因此不能说由于公司规模大，那么公司就缺乏成长性。如果公司业务的市场空间很大，那么再大的公司也可以快速成长。例如中国的银行板块，银行尽管规模已经很庞大，但是成长性依然非常高。从 2005 年到 2014 年 15 家上市银行净资产平均 32.38% 的增速是远高于经济增速的。只要中国经济高速增长，银行贷款依然会是一种稀缺资源，是足以维持银行高速成长的。

在 2013 年，中国股票市场出现一个难得一遇的投资机会。A 股平均市盈率出现 10 倍以下的情形，也就是说股东投资回报的水平高达 10% 以上。市净率在 1.5 倍以下，价格跌到了一个历史极低的水平，很多大公司股票价格跌破净资产，尤其是银行股最为典型。股票市场经过多年的扩容，市值不断地上涨，但是很多大公司的股票价格严重低估。

对于壁垒性强的企业来说，尽管公司规模很大也可能会具有很好的成长性，只要市场的容量足够大就可以了。但就一般情况来看，很多大公司成长性还是比较差的，但公司的经营相当成熟和稳定，因此投资大公司尽管成长性差一些但具有稳定的优势，而且中国股票市场大公司的股票价格明显偏低，所以投资大公司很多时候存在很大估值优势的。经过多年的经营，很多大公司积累了大量资产，如果股价不高，那么对于这些资产富余型公司来说往往存在很大投资机会。例如中国建筑 2013 年的货币资金为 1236 亿元，一般情况下面值 100 元的人民币每 9 千万元就有 1 吨，中国建筑 2013 年光人民币现金就有大概 1373 吨，如果用载重 5 吨的卡车运载需要 275 辆。2013 年中国建筑每股现金资产为 4.12 元，而公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价在 2014 年 3 月初也就 2.8 元，此时就是非常好的投资机会，到 2015 年 5 月中国建筑股价最高涨到 12.52 元每股。格力电器 2016 年第二季度的现金资产为 994.21 亿元，每股现金资产高达 16.52 元。所以通常很多大公司拥有很多高流动性资产，当公司股价很低时投资者可从中挖掘优质投资机会。

第 4 节　公司规模与投资价值

中国的股市出现一个奇特的现象，在 2013 年上证指数低迷的情况之下，创业板指数走出了截然不同的结果。上证指数中大盘股、巨型公司所占的权重比较大，而创业板指数通常是由一些规模相对较小的公司组成。上证指数和创业板走势的不同体现了人们对小公司和大公司产生了不同的盈利预期，创业板指数节节上涨相对应的是上证指数持续低迷。这意味着人们普遍看好创业板公司的股票，不好看主板公司的股票。股民普遍认为大盘股是巨型公司，继续成长已经很困难，公司经营基本已经稳定，或者接下来就是步入下坡阶段，所以投资者并不看好这类公司。相反小公司规模小，未来成长空间大，投资者可以享受公司成长带来的收益。现在的大公司还是未来的大公司，而小公司通过不断地经营可能就会变成未来的大公司。在股本不变的情况下，小公司转变成大公司必然带来市值的大幅增长，市值增加必然带来股价的大幅度上升。例如伯克希尔公司的股价随着公司规模的增长股价从 7 美元每股涨到 2015 年的 20 多万美元一股。另外人们普遍认为小公司股本小、大公司股本大，炒作小公司容易，炒作大公司难。

在我国，由于股票市场建立时间晚，相对于成熟股票市场来说我国的股票市场还非常年轻。在美国市场，很多人喜欢投资大公司，因为大公司经营稳定，所以给投资者带来的回报也比较稳定；而小公司经营业绩波动大，所以给投资者带来的收益不稳定。所以我们经常发现美股大公司股价较高，而很多小公司股价严重破净，市盈率在 10 倍以下，这种情况和中国是有很大差别的。这种差别的原因在于美国投资者普遍追求稳定的投资回报，所以选择大公司；而中国股民普遍看重成长性，所以选择小公司。美国投资者选择稳定回报的主要原因之一是规避风险，那么也就是说相比之下中国投资者比较喜欢冒险。我想一方面原因是中国股票上市首先对公司规模和利润有较为严格的审核，所以上市公司一般情况下规模都不会太小，公司经营已经具有一定稳定性，所以破产退市少，既然审核已经证明公司经营较为安全，而且事实证明中国上市公司破产和退市少，那么也就是说投资股票的风险并不是很大，那么股民自然把考察的重心放到公司成长性上来。而在美国股票市场公司上市容易得多，很多规模小、经营不稳定的公司也能上市，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么也就是说上市的这些公司说不定很快就破产了，那么为了安全起见投资者还是选择大公司投资。另外，在股票市场建立这 20 多年来，中国股市很少受到大的金融危机冲击。亚洲金融危机期间，由于我国资本项目并未开放，所以除中国香港外整体来看受到的冲击是很小的。在 2000 年互联网泡沫本身并没有带来严重的经济萧条。最近的一次金融危机发生在 2008 年，这次危机对我国股市带来了非常大的冲击，但是从股票市场成长的年龄来看，而且 2008 年金融危机之后到 2009 年股市就开始上涨，危机所形成的伤疤很快让股民忘了疼。由于中国股票市场整体上并没有受到很多次金融危机的冲击，因此股民的危机意识较为淡薄。不像一些成熟的股票市场国家，由于它们经历过很多次大的金融危机，所以风险意识深入骨髓，风险让股民变得刻骨铭心，在接受长期的沉淀之后形成了一个成熟的投资市场。但是在中国，由于人们对股市危机意识相对淡薄，因为股票市场年轻，所以股票市场投机氛围较为浓烈。而且我国股票市场过去很多上市公司是国企，股票市场建立之后，首先让这些规模较大、较能代表我国经济的大公司上市。但是这些公司很多由于经营效率较低，在实现上市之后很少对股东分红。那么股东获得收益的方式主要就是来自于资本利得，来自于价格波动。当分红不是股东主要利润来源时，价格成了股东主要考虑的因素，当人们购买股票主要看价格波动的时候就容易形成投机思维，因为只看价格就会忽视公司的质量。

在投机气氛非常浓烈的情况下，由于大公司股本大，所以推动股票价格上涨需要庞大的资金，所以人们普遍不喜欢大盘股，理由是炒不动。相比之下，小盘股只需要少量的资金就能推动股票价格大幅上涨。于是出现了 2013 年主板市场持续低迷，而创业板市场持续上涨的局面。主板市场的上涨需要大量的资金推动，人们在认为主板市场上涨困难的情况下，大量地购买创业板公司的股票。于是对创业板公司股票需求增加，加上创业板指数只需要少量资金就可以推动上涨，所以导致创业板指数和上证指数出现了截然不同的走势。长期以来，由于小公司股本小，炒作容易，所以小公司股票价格普遍较高。如果公司股票价格太高，那么往往就会缺乏很好的投资机会，而且小公司经常有经营不稳定的特点，因此对小公司的投资需要慎重。

另外一个炒作小公司的理由是小公司的成长空间大，所以股票价格高些也是合理的。在微观经济学里把公司的发展分为不同的几个阶段，分为萌芽期、成长期、成熟期和衰退期。公司进入成熟期的特征具备两个：一是规模庞大，二是增长困难。庞大的公司体系通常能保证稳定的盈利，但是在当前规模上再让公司翻倍通常比较困难。而有的大公司已经步入衰退期，呈现出规模不经济的状况。但是小上市公司却不一样，他们通常处于成长期，刚走出萌芽期，公司经营最不稳定和风险最高的时期已经过去，至少现在公司破产的可能性大大降低。此时公司正在快速发展、快速成长。恰恰就是在这个时期，公司的资产快速膨胀，市场占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有率快速提高，通常还伴随着不断地创新。购买这类公司股票的投资者，通常可以从中得到非常高的公司成长回报。就像一个小孩，随着时间的推移他会长高；但是对于一个成年人，随着时间的推移，他只会变老。

由于小公司资本规模较小，并没有取得规模效应，公司各种生产要素匹配并没有达到最优的状态，所以公司投资回报水平较高，新增投资可以带来相当高的利润增加。在高投资回报水平的刺激下，公司的储蓄意愿就会很强，公司会把分红压缩到足够低的水平，尽可能多地增加资本积累。因此我们普遍发现小公司分红通常是很低的。这有两个主要的原因：第一是因为小公司资源的匹配没有达到最优状态，追加资本投资可以获得较高的投资回报水平，所以公司会不断地增加投资降低分红对股东有利，这又叫作规模递增；第二是公司由于规模较小，利润总额并不高，公司经营过程中流动性高的资金并不多，所以可供分红的资金少。在小公司中，由于公司的扩张需要大量的资金支持，但是小公司本身可用的资金比较有限，所以小公司尽可能多地把利润作为新增投资的资本，从而导致公司库存现金不多，可供分红的资金也会很少。在投资回报水平较高的刺激下，公司致力于加速扩张，增加资本积累，这让公司的资产规模和利润总额快速增长。这样，公司的每股净资产和每股收益在股本不变的情况之下可以快速地增加，从而推动股票价格稳定上升。

当公司规模增长到一定的程度，公司各种生产资源达到了最优配置，这时公司生产的利润额就会很高，市场覆盖面很广。此时公司新增投资就会进入规模不经济的状态。因此当公司经营到达一定规模之后就变得不愿意增加投资。尽管规模庞大的公司投资意愿不高，但是经营相当稳定，各种生产资源达到最优匹配，并且有着稳定的客户资源和市场环境。因此对于规模庞大的公司来说，利润总额很高，资本显得比较富余。由于公司新增投资带来的利润低，所以公司新增投资不会大幅上升，所以公司规模就会显得较为稳定。在公司资本规模和利润水平稳定的情况下，公司的每股净资产和每股收益可能长期就会稳定在某一个水平，或者随着通货的膨胀呈现出缓慢的增长。另外，由于投资收益水平较低，企业储蓄的意愿不高，那么公司每年经营所产生的利润很多会以红利的形式分配给股东。所以对于规模庞大的公司来说，投资者可关注公司的分红情况。由于公司大量的利润缺乏良好的投资项目，所以公司资本比较富余，公司的库存现金通常比较多，而这些利润通常以红利的形式分配出去。例如格力电器2014年公司每股分红3元，支付股利近90亿元，并进行除权。2015年公司每股分红1.5元，支付股利也是约90亿元。而格力电器在2015年公司的总资产为1616.98亿元，其中货币资金888.20亿元，因此公司完全有能力进行高分红。所以对于规模庞大的公司来说，往往公司分红的数额较大，红利水平较为稳定。但是对于小公司，股东的收益主要体现在股票价格的快速上涨。因为小公司由于资本较为稀缺，所以分红少，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的时候是资本公积金转增股本。

小公司资产增长的速度快,每股收益和每股净资产可能会呈现出快速的增长。所以伴随着公司的成长，每股收益和每股净资产的增加会逐步推动公司的股票价格稳步上涨。由于小公司的成长性比较高，所以股票价格上涨的速度也比较快。很多人就会致力于投资小公司的股票，而且很多时候小公司的股票价格表现要优于大盘股。例如彼得·林奇就比较青睐小公司的股票，非常看重公司的成长性。因此投资小公司的着力点是公司的经营业绩可以推动公司的资产和每股收益快速增长，当然，并是不说小公司就一定是快速成长的公司。有的小公司由于受到大公司的排挤，加上缺乏规模优势，从而可能导致公司经营困难，这样就谈不上增长的问题，那么成长性也就不存在。实际上在面对大公司的竞争时很多小公司是不具备优势的，所以很多小公司经常表现出经营困难，小公司增长潜力和空间是大，但是能把这种增长潜力变为现实的实际上并不多，否则市场上大公司就会很多了，而投资者要选择的也就是这些并不多的公司。投资小公司更多投资的是小公司的成长速度，而支撑小公司成长速度的是公司经营的利润水平和市场的广阔程度。利润水平是公司成长的内因，而公司资产规模的增长是公司经营的结果。只有着眼于公司成长的内因，才会得到利润增长的结果。而不是只要是投资任何一家小公司都可以获得高于市场平均水平的利润。

小公司有着很高的成长性，这已经达成普遍的共识，另外小公司股本小股票价格波动大，推动股价上涨不需要多大的资金，在一个投机性强的股市里这样的股票备受青睐。既然股市投机性强，那么选择价格波动大的小公司的人就会比较多。在上市公司中，很多公司盈利水平并不强，而且公司分红很低，所以分红并不是股民的主要收入来源，收入主要来自于价格的波动。而在股票市场中，价格波动最大的是小公司的股票，因为小公司的股票只需要为数不多的资金就可以带来大幅度的震动，相比之下，大公司的股票价格波动需要大资金的推动。由于小公司股票价格波动幅度比较大，推动股票价格上涨需要的资金少，那么为股民提供赚钱的机会就会比较多，于是小公司的股票就比较受到青睐。因此我们在股票市场上会发现小公司的股票市盈率和市净率都很高，而大公司股票市盈率和市净率都非常低。

从投资的角度来说，股本并不是限制股价上涨的核心因素，如果公司成长性好，那么规模再大都值得投资。只要公司成长性好，业绩不断推动公司的每股净资产和每股收益上升，那么不管公司的股本多大股价都会随着公司每股价值的提高而上升，而股价表现出来的却是一种被涨的关系。因此投资者在考察公司股价上涨空间时切不可对股本大的公司存在偏见。

很多人认为小公司成长性高从而未来给股东带来的回报大，所以应该赋予更高的价格。但是由于我们无法对成长性赋值，不能知道成长性应该值多少钱，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

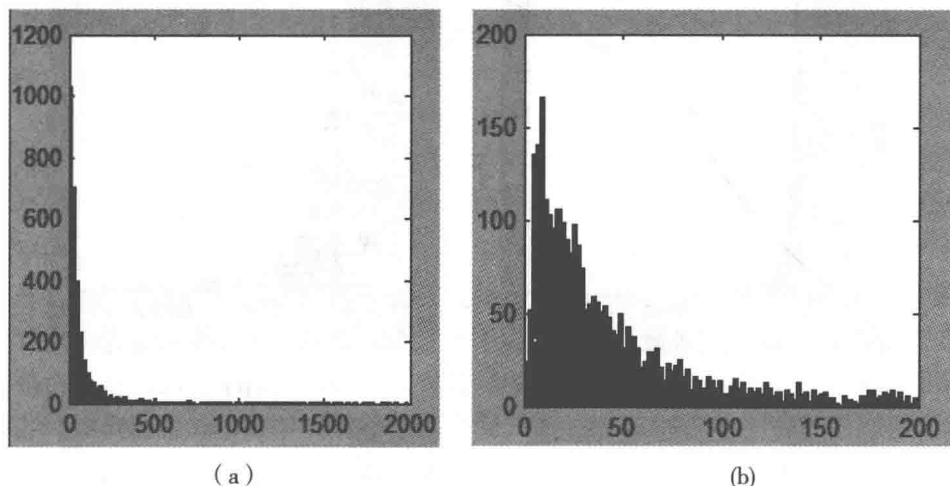
以导致对小公司产生普遍的不合理定价。因此当发现小公司的市盈率和市净率普遍高于大公司时，会被认为是小公司的成长性比大公司的高，但实际上没人能知道高出多少，从而产生对小公司股票价格的严重不合理定价。例如很多时候银行股市净率1倍不到，但2016年6月创业板的市盈率和市净率却分别高达51倍和3.4倍。按理说这种不合理的现象应该被发现和纠正，但是很多时候大多数人都认为这是正常现象，因为创业板的高成长性会弥补高价格的缺陷。但对于聪明的投资者来说，基于成长性不可估计的特性，应该避开投资那些市盈率和市净率都很高的股票。例如公司股价是每股净资产的10倍以上，那么就算公司成长性再好也不应该去投资。在2015年我们并不主张购买创业板公司股票，因为创业板公司的股票价格事实上已经很高。投资小公司的股票确实比较容易获得公司成长所带来的高额回报，前提是要公司的股票价格合理，公司的质量足够优异，那么股票价格才会有足够高的上涨空间。

在中国上市公司中，小公司普遍集中于创业板，但是并不是说创业板的股票就是小公司的股票，同样并不是说小公司的股票就是创业板的股票，两者是不能等同的。主板市场有小公司存在，创业板市场一样有大公司存在，而且小公司通过经营一样有可能会成为大公司，所以板块与公司规模之间的关系不可能是一成不变的。例如2016年6月21日创业板公司的温氏股份（股票代码300498）总市值高达1579亿元，而上证A股沈阳商业城股份有限公司（股票代码600306）在2016年6月21日市值也仅为22.9亿元。只不过是从整体来看创业板小公司要多一些罢了。例如在2016年6月12日，上海市场上市公司市值在100亿以上的公司占比为43.69%，而股票代码以0开头的深圳主板市场市值在100亿以上的上市公司占比为40.69%，相比之下创业板市值在100亿以上的上市公司占比仅为29.18%。创业板公司小公司比较多，所以说创业板是小公司的代表。但当我们主张投资小公司时并不是说主张投资中国的创业板股票，这主要是基于公司的规模来进行考虑，主板市场有小公司，创业板市场也一样有大公司。

通常对小公司的鉴定容易出现困惑，因为不知道什么样的市值标准才算是小公司。公司的大小事实上是相对的，公司规模较小是相对于大公司而言，大公司规模大是相对于小公司来说的。随着时间的推移，假如说小公司和大公司按同样的速度增长，那么增长后的小公司依然可以认为还是小公司，尽管公司规模比过去大出许多。因此对于小公司的鉴定来说，我们可以把资产规模排名靠后的公司视为小公司，例如当前公司总市值低于100亿算是规模比较小的公司。另外衡量公司规模的大小还可以用公司的总资产，因为总资产是公司可投入生产资源的量，总资产更能反映一家企业生产经营规模的大小。如果用市值来衡量公司规模的大小，只要一家公司的股票价格足够高，那么公司的市值就可以足够大，但是这并不代表公司的规模大，因为公司的价格高可能是非理性繁荣造成的。在中国上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场 2016 年 6 月 21 日总资产在 50 亿以上的上市公司占比为 53.13%，总资产规模在 1000 亿以上的公司占比 6.72%。而在深圳主板市场，市值在 50 亿以上的公司在 2016 年 6 月 21 日占比为 54.82%，总资产规模在 1000 亿以上的公司占比 4.07%。在创业板市场，2016 年 6 月 21 日总资产规模在 50 亿以上的公司占比仅为 8.75%，而总资产在 1000 亿以上的公司一家也没有。因此说创业板是小公司的代表。实际上在 2016 年 8 月 16 日中国 A 股很多公司的总资产都在 100 亿以下，因此公司总资产规模在 100 亿以上的都是比较大的公司了。



（a）　　　　　　　　　　　　(b)

图 7-1　2016 年 8 月 16 日中国 A 股总资产直方图

（注：图 a 为总资产规模在 2000 亿以下的上市公司直方图，图 b 为总资产在 200 亿以下公司的直方图）

一般情况下投资者喜欢透过公司的市值来看公司规模的大小，公司的市值也就是公司的市场价值，是人们愿意为收购这家公司而支付的价格，实际上投资者可以通过考察股票市场上市公司市值分布的情况来辨别小公司的标准。通过考察 2016 年 10 月 10 日 A 股上市公司市值分布的情况，发现上市公司的平均市值为 168.86 亿元，市值在 50 到 100 亿的公司明显很多，而市值超过 200 亿的公司就比较少了。

股票之所以有价格是因为其背后有公司的资产作为支撑，股票价格事实上就是投资者对公司资产的赋值，所以市值是公司资产价值的货币表现形式，那么一个合理的价格应该不会偏离公司资产价值太远，因此市值和公司的资产规模成正相关。

在公司资产中，有的公司很大一部分资产是由负债构成，例如银行的负债高达 90% 以上。资产中负债的部分并不属于公司，公司对负债资产只有使用权，没有所有权。所以在对公司资产进行赋值时价格通常更多的是反映公司净资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格多少，而总资产反映的是公司可投入生产的资源有多大。但通常公司的净资产与公司的总资产规模会呈现出正相关性，首先如果公司净资产规模小，那么银行自然不愿意多贷款，并且企业也缺乏抵押资产，那么企业的负债规模也会很有限。因此通常公司资产规模大的，净资产规模也会比较大，净资产规模大的通常市值也会比较高。所以投资者可以同时通过公司总资产、总市值和净资产来衡量公司规模的大小。

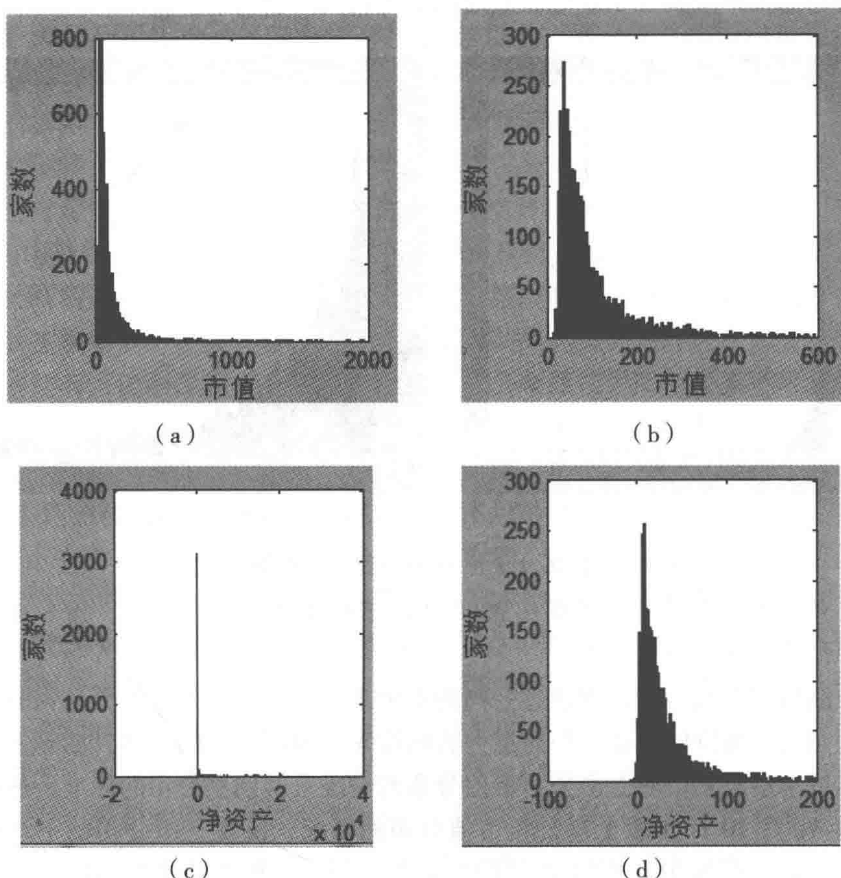


图 7-2　2016 年 10 月 10 日 A 股市值直方图和上市公司净资产直方图

（注：图 a 为 0-2000 亿市值公司直方图，图 b 为 0-600 亿市值公司直方图，图 c 为上市公司净资产直方图，图 d 为净资产为 200 亿以下上市公司直方图。其中上市公司平均净资产为 87.93 亿元）

对于投资者来说，投资小公司的目的是为了获取公司成长所带来的收益。如果公司成长性不好，那么无论公司规模有多小也不值得投资。相反如果公司的规模大，但只要公司的成长性足够好，那么依然是值得投资的公司。只不过说成长性好的公司普遍存在于小公司中，因此才会有主张投资小公司的说法。投资小公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的前提是公司的经营足够稳定，并且具有一定的规模优势。投资小公司并不是说公司规模越小就越值得投资，公司规模小，但不能小到公司经营不稳定，业绩很差的地步。

尽管小公司股票价格普遍较高，但并不是所有小公司的股票价格都被高估，因此投资小公司股票的理念依然是可行的。有的优秀小公司价格可能也并不高，例如华谊兄弟 2012 年 12 月初股价最低为 12.15 元，公司总市值为 73.51 亿元，而公司的每股净资产为 3.50 元。华谊兄弟是一家高成长公司，12.15 元是一个相当值得投资的价格。到 2013 年 10 月，华谊兄弟股价最高上涨到 81.8 元每股，一年之内股价上涨 573.25%。如果投资者仔细挖掘，那么是可以找到值得投资的小公司股票的。

所以对于具备投资价值的小公司只要有足够的耐心通常是可以从股票市场上发现的，正如彼得·林奇的观点：只要石头翻多了，总会发现金子。并不是每家好公司的价值在任何时候都会得到市场的承认，但是公司价值得到市场承认却是迟早的事。

市场上每个人都有不同的观点，而每个投资者的交易行为都会或多或少的对股票价格产生影响。由于投资者的意见不可能达到完全统一，所以股票价格偏离其价值是常有的现象，因为每个人对公司股票价值的鉴定都会有不一样的标准。在各种投资理论的指导下，随着人们投资知识的增加，那么大家普遍会逐渐地接受一些比较接近现实的投资理论，这样对于股票价值可能就会有一个较为统一的认识。尽管人们对价值的鉴定可能会有一个较为统一的认识，但是却不可能达到一致的状态，因为每个人的思维模式都不可能完全相同。因此在人们对价值产生一个大致统一的认识之后，对某些股票价值的认可在很多时候是会达到一个大致的统一，例如中国股民普遍认为贵州茅台是一家好公司。如果某个国家或者地区的股民对股票价值的认可达到了一个相对统一的状态，那么证明这个国家已经形成了一个比较好的投资文化。如果市场不理性，那么投资者只要努力实时关注股票价值和价格的变化，总能找到优质的投资机会。

第 5 节 投资三条件

股票市场的不合理定价为投资者提供了获利机会，由于股票市场参与者人数众多，并不是每个人都理性，所以导致股票价格时常偏离其价值，尤其是在中国股票市场。由于投机气氛浓烈，从而导致股票价格会出现大幅偏离价值的情况，这给投资者提供了有利的投资机会，投资机会为投资者提供价值严重低估的买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会和价值严重高估的卖出机会。

对于投资者来说，投资主要基于三点来做考虑：一是公司的质量是否足够好，二是股票的价格是否足够低，三是公司这种优秀品质是否能够长期维持。对于低价主要是从价格与价值的对比来做考虑，价格越是低于股票的价值，那么股价的上涨空间就会越大。对于公司的质量来说，如果公司的质量足够好，那么公司的经营可以让公司资产得到快速增长，能够给股东带来的回报就会高。如果公司质量差，那么尽管公司股价低于每股净资产也不值得投资，因为随着经营时间的延长只会让公司的资产逐渐地被消耗，从而导致每股净资产不断地下降，让现有价格水平从低估状态变为合理状态然后再是高估状态。因此购买便宜股需要对公司的质量有一定的要求，至少要能保证公司的资产不会持续地降低。

价值投资的核心之一在于寻找价值被低估的股票，这和寻找好公司进行投资是同一的，因为都是以公司的价值作为衡量标准。价值低估代表在当前价格下公司的价值高，好公司同样也代表公司的价值高。找到价值被低估的股票时还需要这家公司是一家好公司，如果一家没有前景的公司就算公司的股价被低估，那这样的低估也是公司应得的。由于差公司的经营会不断地消耗公司资产，那么公司未来给股东的投资回报增长率就会是负的，那么股票价格低于公司每股净资产也会被视为合理状态。晨鸣纸业 2016 年 6 月 21 日的每股价格为 7.6 元，而公司的每股净资产为 10.09 元，2015 年公司每股收益为 0.5 元。由于公司的利润水平低，并且人们对公司的前景不看好，所以导致股价低于公司的每股净资产。造纸行业是传统的行业，而且现在电子产品在记录信息方面更高效更普遍，大有取代用纸记录信息之势，那么对造纸公司的股票赋予一个低的价格也是合理的。所以并不是价值低估的公司都是值得投资的公司，如果公司质量不好，那么股价可能会长期维持这种低估状态，而公司的价值也很难随着时间的推移得到提升，如果未来股价很可能长期维持在一种低位状态，那么投资这家公司意义也不大。

第 6 节　公司壁垒

商海沉浮，曾经有很多伟大的公司崛起，也有很多伟大的公司倒下。例如雷曼兄弟，这么一家大公司就被一场突如其来的金融危机埋葬；再如巴林银行因为一次失误的交易致其破产，公司兴衰仿佛就在朝夕之间。所以公司的好坏并不是永恒的，好的公司会变坏，坏的公司也可能变好。因此我们在选择一家质量好的公司进行投资时要知道这种优质可能并不代表永恒，我们只能去选择那些能够长期能保持优秀品质的公司进行投资，优质公司的表现是能够长期维持高利润水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少公司要有这种潜力。

公司是否能够长期维持高利润可以从公司的业务壁垒中反映出来，业务有很强壁垒的公司就可能长期维持高利润，而壁垒就是阻碍其他公司和自己竞争的因素。例如公司拥有某项核心技术，而这种技术是别人所不能模仿的，那么公司就拥有了壁垒，公司就成为了相关产品的唯一供应方，公司就拥有产品的定价权。这样公司就容易形成垄断，垄断就容易获得垄断利润。如果别人没有相关的技术就不能生产出这样的产品，那么公司的竞争对手就会明显少很多。例如微软公司和高通公司，由于这些公司拥有核心专利和技术从而形成很强的技术壁垒。

技术壁垒通常并不能长久保持，例如某家企业研发了某种技术，为了保证对知识产权的尊重和鼓励研发，于是政府授予了公司相关的专利，公司从而拥有该项技术的垄断权。但这种垄断权并不是永远的，它有一定的期限，期限过后别人几乎可以零成本地使用这种技术。而对于国家来说，专利保护期的长短要达到能够激励企业进行研发的效果，但又不至于导致企业长期垄断。如果专利权期限是永远，那么当企业研发一种技术之后就会永远地拥有某种垄断利润，所以以后就不需要做新的研发；如果一个社会停止创新，那么经济就会停滞，并且垄断时间过长对其他人来说往往是不公平的。如果企业发明了某项核心技术，而企业不申请专利那自然可以长久地掌握这项技术。但如果不申请专利，那么研发的成果就会缺乏法律的保护，就有可能被外人剽窃，那么对企业来说申请专利也是有利的。因此专利保护期限如果过长，那么就会阻碍社会的创新或增加垄断。但如果专利保护期限过短，那么就不足以刺激企业积极地进行新研发。因此对专利进行保护的期限要能达到对企业做新研发的刺激最大化，从而推动技术的不断升级。

技术壁垒历来都不是永恒的，过去新的技术在未来就会变旧，那么过去的技术壁垒在未来也可能就并不存在。有的公司尽管拥有某项核心技术，但是公司并不愿意申请专利，因为专利保护期是有限的，到期之后就会失去技术的垄断权，从而失去垄断利润。如果这种技术又是建立在别人不能模仿或者很难模仿的基础之上，例如祖传秘方，对于这样的技术申请专利是不利的。但是这样的技术是很少的，绝大多数的技术都是易于模仿的，所以就需要法律的保护。例如某种电子产品的新技术一旦发明，在没有申请专利保护的情况下别的企业只需要购买一件商品然后进行拆解，很快就能依葫芦画瓢制造出一样的产品，如果在模仿的基础上再做一点点改进，那么可能又是新的创新，这种模仿的产品又被视为山寨产品。所以当一种新技术易于模仿的时候就需要申请专利保护，用法律的手段来维护知识产权。

与技术壁垒的不稳定性相比，地域壁垒的稳定性是非常高的。假如说某种产品只能在某个地方进行生产，那么生产这种产品的企业往往能获得丰厚的垄断利润。因为这个地方的土地面积有限，一旦被某个企业拥有并进行生产，那么由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有这样的土地具有排他性，所生产的产品也会显得非常有限。在企业生产要素投入中，在土地不变而且非常稀缺的情况下，无论资本和人力投入的量多么的庞大，公司的产量都会十分有限。在产量有限、需求庞大的情况下，公司产品的价格就会非常高，利润非常丰厚，这就叫作物以稀为贵。典型的例子是贵州茅台，由于茅台酒只能在茅台镇生产，而且这种酒口感好、需求量大。茅台酒拥有独一无二的工艺技术，茅台以优质高粱为原料，据说从原料进厂到成品出厂，至少需要五年时间。制酒过程需经九次蒸煮，八次发酵，七次取酒。茅台酒不能异地生产，只有在贵州省茅台镇独特的空气、气候、地理、水文环境下才能生产出来，因此存在很强的地域壁垒。2015 年茅台镇的人口为 102412 人，土地面积为 224.8 平方公里，茅台镇生产的高粱也很有限，无论是从人力还是物力来说都不可能无限制地扩大生产，有限的土地也不可能供养无限的人口。况且从地理位置上看，茅台镇就像在一个盆地里，四面环山，可利用的土地面积是相当有限的。因此茅台公司长期能获得高额垄断利润，而且这种垄断性几乎可以视为永恒。所以具有地域垄断的企业所获得的利润不但很高，而且很稳定。茅台酒生产可以追溯到汉朝，到清代中期，茅台酒的生产已具有一定的规模，年产量可达 170 吨，到 1987 年，茅台酒的年产量已达 1700 吨，尽管产量增加幅度很大，但是增长的空间是很有限的。

除了技术壁垒和地域壁垒之外还有一种壁垒是政策壁垒，在一个国家的关键产业里可能会有较高的管控，并不是每一个想进入的企业都可以进入，例如兵工类企业。有的行业会通过政策限制企业的自由进入，在具有政策壁垒环境中企业数量通常都很少，因为想进入的企业受到了政策的阻隔。当某个行业的企业数量少，那么相关商品的供给量就会显得很有限，那么这些少数企业就容易获得垄断利润。

在企业政策壁垒里面比较常见的是特许经营权和公路收费权等。例如楚天高速，这是一家路桥公司，公司 2015 年的资产结构中无形资产占比高达 85.21%。2015 年楚天高速公司的总资产为 89.03 亿元，而公司无形资产就高达 75.87 亿元，其中最为主要的就是公路收费权。对于公路收费权来说，如果一家公司取得了公路收费权，那么其他公司就不能在相关路段收费，因此有很强的排他性，有很强的壁垒。对于一家公司来说，如果拥有收费权的路段车流量很大，那么对公司带来的收益就很大。如果公司拥有收费权的路段车流量小，那么对公司来说自然不会带来太大收益，因此对于路桥类企业来说，拥有收费权相关路段的车流量是很关键的。除了公路收费权之外还有很多特许经营权，实际上这些特许经营权都可以通过自己的努力取得，因为只要争取多建公路或者愿意高成本地获取相关权利，那么都是可以获取的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-3　2015 年楚天高速无形资产情况表　　　（单位亿元）

土地使用权	汉宜高速公路收费权	麻竹高速公路大悟至随州段收费权	武汉城市圈环线高速公路咸宁段收费权	武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段收费权	软件	合计
0.87	16.60	31.36	11.25	15.77	0.02	75.87

（注：数据来源于 2015 年楚天高速年报）

文化壁垒是一种非常特别的壁垒，这种壁垒是通过一个国家或者民族以及某个地区在历史长河中慢慢沉淀下来的，这种壁垒也是不可复制的。如果一家公司的产品刚好和这种文化嵌合在一起，那么是拥有不可复制的优势的。典型的例子是东阿阿胶，东阿阿胶是一种滋补品，利用驴皮熬制而成，从汉唐到明清一直是皇家贡品，被誉为“圣药”。实际上从原料上来说任何企业都可以生产这种产品，可是只有东阿县才有这种文化，如果是其他地方或者公司生产的那么就不叫东阿阿胶，而是叫其他的什么胶。对于人们来说印象深刻的是具有相关文化的产品，因此具有文化壁垒的企业是非常有优势的，因为公司的产品叫作“正宗”，而这种正宗是别人夺不去的。

对于技术壁垒、地域壁垒、政策壁垒还有文化壁垒来说，技术壁垒通过努力是可以获得的，只要公司愿意多投入研发，那么自然会获得技术壁垒，甚至通过购入的方式也可以获得。而对于政策壁垒来说，有的情况是可以通过支付一定的成本而获得某些特许经营权，而有的情况是不可获得的。文化壁垒和地域壁垒基本是具有完全排他性的，再怎么努力也很难获得，地域是有限的，除非打一仗夺过来或者什么其他的，总之相关地域是不可复制增加的，否则就不叫地域壁垒了。而文化是需要有一个长期积攒的过程，短期是不可能创造出来的。

具有壁垒的公司会获得比较高的利润，而且这种利润水平的维持程度和公司壁垒的强度和所能维持的时间成正相关，公司壁垒性越强，公司的高利润就越有保障。一家公司的利润水平可以比其他大多数公司高，但对于投资者来说关键是如何去区分这种高利润是否可长期维持，如果这种高利润水平是短暂的，那么也不见得值得投资。公司壁垒就有效地维护了公司高利润水平，因为壁垒阻碍了其他公司对自己公司利润的侵蚀。高利润是股东获得高回报的前提，所以只要公司股票价格合理或者被低估，那么投资具有高壁垒性公司所带来的回报通常是丰厚的。相比之下，有的企业尽管能获得比较高的利润，但是可能这只是在经营环境好的年份发生，这种利润水平并不能长期保持。公司垄断的地位越难以动摇，那么公司获得高利润的地位也同样越稳固。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常把拥有壁垒的公司比喻成拥有护城河的公司，公司的技术专利和地域壁垒就像一条护城大河保护公司的业务。这种技术和壁垒让人越难模仿，那么这条护城河就越深越宽，别人要想攻入城内就越困难，从而公司受到保护的程度就越高。对于拥有壁垒的公司来说，投资者很难再去建立一家一模一样或者非常类似的公司。但是投资者可以投资这类公司的股票，从而实现分享公司的垄断利润，而且这样的高利润通常会持续很常长的时间。这类公司受到对手打击的风险相对较小，有人甚至认为这是傻瓜也能经营好的公司。在技术壁垒中，傻瓜不是公司技术壁垒的创造者，公司技术壁垒的创造者是某些精英人群，但是当壁垒形成后管理这类公司通常不费多大的力就能获得高额的利润。

壁垒性强的公司之所以能够获得高额利润主要是容易形成垄断，垄断导致商品的供给变得有限。正如严复所言“物不足则必争”。壁垒的存在控制了产量，当需求旺盛，供小于求，那么商品的价格就会很高，企业就会获得高额利润。事实上供给和需求是相对的，而不是从数量上来衡量供给的不足或者过剩。当一件商品的需求很少，那么尽管供给数量不多供给也可能会发生过剩。因为尽管供给数量不多，但还是远远大于需求。相反，如果某件商品需求量很大，同时供给量也很大，但是在需求量极其旺盛的情况下，很大的供给量也会显得不足。因此供给量的大小是相对于需求量而言。那么对于具有壁垒性很强的公司来说能够控制的就是供给量，壁垒性很强的公司获得高额利润的前提条件是需求量旺盛，这样才能显示出供给的不足，也才能导致商品价格很高。假如一家壁垒性很强的公司生产的产品需求量很小，那么尽管控制了市场商品的产量，但是在需求不足的情况下依然不能获得高额利润，公司产品的价格依然会比较低。因此，投资壁垒性很强的公司有着一个暗含条件，那就是公司生产的产品很受欢迎，而且公司能够长期拥有这种垄断优势。但是通常人们认为具有壁垒的公司就应该有高利润，我想这主要是他们只从商品的供给来看，认为供给小，那么价格就会高，事实上价格高不仅是要供给小，同时也要需求大。所以公司获得垄断利润的大小主要看相关产品需求量是否旺盛以及商品供给的企业是否数量很有限，而公司获得垄断利润时间的长度主要看壁垒所能保持的时间。

公司业务壁垒大体可分为两类：一类是可以经过努力取得的壁垒，另外一类是天然形成的。例如地域壁垒就是天然形成的，拥有这样壁垒的典型公司就是贵州茅台。而像技术壁垒和经营特许权就是经过努力可以获得的，例如增加研发力度，那么就有可能提升技术壁垒，增加购买经营特许权的支出，那么就能增加业务壁垒。对投资者来说，长期形成的壁垒或者地域壁垒更为牢靠，例如贵州茅台是可以长期维持高利润的。公司在经营生产过程中会形成文化壁垒和品牌效应，这些都有利于形成公司的业务壁垒。例如东阿阿胶，尽管阿胶在任何地方都能生产，但是东阿阿胶就只有一个，这种阿胶文化是历史的遗产，是不可增加的。投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者选择这些天然形成的壁垒而且是不可替代的公司进行投资，那么是具有很明显的优势的。

第7节 成长条件

公司具有护城河是维持高利润的主要因素之一，而高利润是支撑公司成长的核心动力，因此业务壁垒对公司成长性会产生重要影响。公司资产规模的扩张在股本不变的情况下就是来源于公司利润的积累，因此公司能否快速成长，主要看利润水平是否能够支撑。影响公司利润水平的因素很多，例如公司拥有很强的壁垒，并且公司生产的产品很受欢迎，这些都会给公司带来更高利润。另外公司有着优秀的管理人员，有着优秀的企业文化和信誉，等等。这些软实力同样可以增加公司的利润水平，并且能够减少公司的经营成本，经营成本的下降就是利润的提高。

优秀公司具备的特征之一是要有较高的利润率，体现出来的是公司拥有很高的毛利率和净利率。如果公司利润率低，而且现金持续流出，那么无论公司规模多么庞大，经营也不可持续。利润率高的公司成长才有保证，成长有保证的公司股价上涨也才有保障。

公司的利润最终会转换为公司的净资产或者股东的红利，只有高利润才能支撑公司的每股净资产稳步增长，同时也只有高利润才能保障股东的红利。如果公司经营的利润水平很高，在不完全分红的情况下，公司的每股净资产和每股收益会随着时间的推移不断提高。在公司每股净资产不断提高的过程中，股票价格必然稳步增长，至少股票价格变化与公司的每股净资产变化是成正相关。例如2016年6月28日贵州茅台的每股净资产高达54.78元，每股价格为288.8元，而在2007年每股净资产仅为8.72元，股价为152元。我们很难想象贵州茅台的股票价格会跌到10元以下，因为公司拥有足够的资产来支撑股票的价格。每股净资产只要足够高，那么股票价格就可以足够高。因此，只要公司质量好，那么随着公司的经营每股净资产必然会不断提高，每股净资产的提高必然带动股价的不断上涨。

假如投资者购买某只股票的价格很高，严重地偏离每股净资产，而公司的质量很好，那么股票价格未来依然可以上涨，只不过需要更长的时间来消化股价泡沫。就算股价不下跌、泡沫不破灭，只要公司的每股净资产上涨到一定的程度，这家公司的股票也会显得物超所值。例如贵州茅台2016年10月12日每股价格为305.82元，如果按照2007年8.72元的每股净资产来计算现在的价格是高的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为股价是每股净资产的 35.07 倍。但如果按照 2016 年 10 月 12 日 51.73 元的每股净资产来计算价格并不算高，因为价格只是每股净资产的 5.91 倍。假如 2007 年贵州茅台的股价就在 300 元以上，那么泡沫是非常大的。可是由于公司质量很好，到 2016 年之后泡沫基本已经被挤掉，股价已经变得较为合理，未来依然还有很好的上涨空间。所以在不完全分红的情况下，只要公司的利润长期保持在很高水平，那么股票价格必然上涨。

随着优质公司的经营，不光每股净资产得到稳步提升，而且每股收益也一样会稳步提升。优质公司的利润水平之所以高是因为公司商品利润高，在公司经营过程中，如果公司的净利润很好，那么净资产就会不断地积累，公司可用于新增投资的资源就会越来越多。投入的资源增加，那么企业的利润总额必然提高。当公司的利润总额随着公司的净资产不断上升，那么在股本不变的情况下公司的每股收益也必然稳步上升。因此在公司利润不完全分红和股本不变的情况下，只要公司的利润长期保持很高的水平，那么每股收益必然上涨。例如 2008 年贵州茅台的净资产为 115 亿，公司的每股收益为 4.03 元，而 2015 年公司的净资产为 662 亿元，公司的每股收益上涨到 12.34 元。2008 年公司归属上市公司股东净利润为 38 亿元，总资产为 158 亿元。而 2015 年公司归属上市公司股东净利润为 155 亿元，而总资产高达 863 亿元。公司净利润和每股收益之所以能够不断上升，除了公司经营利润水平高之外就是公司每年投入生产的资源在不断增加，公司总资产规模的增加就代表投入资源的增加。在公司资产规模不断增加的过程中股票自然也会跟随向上，假如股票价格不上涨，而公司的净资产和每股收益大幅提高，股价不上涨只会让公司的市盈率和市净率不断地降低，而市场不会允许这样的事情长期存在下去。通常优秀公司的股票价格都比较高，高股价是对公司的一种认可。投资质量好的公司，人们普遍认为公司的成长会让每股净资产和每股收益快速上涨，从而在未来压低市盈率和市净率。所以好公司的股票买入价格高一些是没有关系的。

公司净资产不断增长的过程就是公司成长的过程，净资产稳步增长的前提是公司具有高利润。所以公司的利润水平越高，利润额越大，那么公司成长的潜在速度也就会越快。高利润是公司高成长的前提条件，但并不是说公司经营利润水平很高，那么公司就一定会快速成长。假设企业的利润水平很高，但企业每年把大量的利润进行分红，那么作为积累的利润就会很少，从而就会导致公司的净资产增长率不高。相反，尽管一家公司经营利润水平并不是非常高，但假如公司不分红，那么公司成长的速度也可能会超过比他利润更好的公司。

假如说投资者看重的是股票价格的上涨，而不是高分红水平，那么就应该选择那些高利润水平和低分红或者不分红的企业进行投资。因为这样的企业积累率高，不断地进行新增投资，可以带动每股净资产和每股收益的快速增长。所以支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撑公司成长的核心是公司的利润水平。

当公司成长到一定的程度，公司的劳动、资本和土地就会偏离最优配置，公司就会开始进入规模不经济。当公司进入规模不经济之后，投资收益率开始下降，这时尽管公司每年的经营利润总额很高，但是资产也很庞大，投资收益逐步递减。当公司成长到很大的规模之后，由于投资利润水平下降，那么公司就应该采取大量分红或者回购股票，从而稳定资本、土地和劳动等要素投入的状态。所以当公司成长到相当大的程度，那么分红水平就应该上升，当分红多了，那么公司的积累就会降下来，此时净资产的增速就会很缓慢。由于一些大公司分红多，资本积累率低，从而导致净资产增长缓慢，每股净资产增长慢，那么股价上涨的速度就会很慢，所以大公司通常成长性是比较低的。

大公司又被视为大笨象型公司，这类公司走过了它们扩张的黄金年代，购买这样的公司已经不能享受公司扩张带来的收益。而年轻小市值的小公司却不一样，公司还在幼年期，资产和规模有高速扩张的潜力，公司资本积累率高，投资这样的公司有可能获得公司成长带来的高收益。当一家好公司变得非常庞大，公司市值非常高的时候，尽管能给投资者带来稳定的收益，但是每股收益和每股净资产增长速度就会很慢。所以相对于大公司来说，小公司资产上涨的空间通常比大公司大，因为小公司的资本积累率高。而股票价格和公司每股净资产是成正相关的，所以公司股票价格潜在上涨幅度与公司资产增长的空间也是成正相关的。所以小公司的股价普遍具备的上涨空间比大公司大。

小公司股票价格上涨空间受到公司资产规模上涨空间的限制，而公司资产增长的速度主要受公司利润水平的限制。公司股价上涨空间与公司资产规模上涨空间成正相关是因为公司资产规模的上涨会带动每股净资产和每股收益上升，而股票价格与每股净资产和每股收益是正相关的，因为股价本身就是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格。所以公司资产规模上涨的空间直接反映了每股净资产和每股收益潜在的上升空间，而每股净资产和每股收益上涨的空间决定了股价上涨的空间。假如股价偏离每股净资产很远，那么股票价格上涨的空间与资产规模上涨的空间相关性就不会很大。例如股价存在很大的泡沫，那么尽管此时公司每股净资产和每股收益的上涨空间大，股价未来上涨的空间也会变得很小。在股价泡沫很严重的情况下，尽管公司资产规模上涨的空间很大，股价上涨空间可以视为是公司资产规模上涨空间减去价格泡沫的部分。泡沫削减了股票价格上涨的空间，我们称之为“透支”。所以对于市盈率和市净率很高的优质小公司来说，尽管公司质量很好，但是股票价格已经严重地透支了未来，那么股价上涨的空间也不大。投资的理想标的既要公司的成长空间大，同时也要公司的股票价值被低估或者股价合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 节　成长空间

当公司成长到一定的规模会逐步进入规模递减，业务趋于饱和，这样公司成长的速度就会降下来。在公司成长的过程中会带来资本的不断积累，公司的投资额会不断地增加，投资的增加必然带来产量的增加，而增加的产量能否顺利地销售要看市场空间有多大。如果市场很狭小，那么当公司产量增长到一定的时候就会遇到销售瓶颈，从而导致公司不得不缩减产量减少投资，如果是这样，那么公司就会停止成长。所以当公司产量达到市场所能吸收的极限，那么公司资产规模的增长也会陷入停滞，公司每年赚取的利润要么是以红利的形式进行分配，要么就是回购其股票。如果公司强行进行资本积累，那只会让公司进入规模不经济。因此，市场的广阔程度决定了公司可以成长的空间。

市场的广阔程度是公司资产可扩张规模的决定性因素之一，而公司规模的大小也是相对而言。在一个广阔的市场中，尽管一家公司的规模相对于同行业的公司来说比较小，但是对于其他行业的公司来说可能却是规模庞大的公司。在银行板块中，2016 年 6 月 29 日股本最小的银行为宁波银行，宁波银行股本为 39 亿，总市值为 573 亿，而股本最大的工商银行总股本为 3564 亿，总市值为 11890 亿。工商银行股本是宁波银行的 91.4 倍，市值是宁波银行的 20.8 倍。在上市的银行股中宁波银行尽管排在末尾，但宁波银行的资产规模也高达 8142 亿元。在 A 股银行板块中一家资产规模很小的宁波银行相对于四大行来说是小公司，但是这样的资产规模相比于其他行业的很多公司来说就是非常庞大的资产规模。无论在什么地方，无论未来社会发展到什么程度，人类都是需要金融服务的，金融服务的市场范围可以是全球，因此可以有非常大的规模。但对于一些其他公司来说可能是区域性的，那么公司的规模会受到市场的广阔程度限制，当公司资产规模增长到一定的水平，公司的增长就会到尽头。

在同行业中当公司资产的增长已经到一个很大的规模，那么我们认为这就是行业中的一家大公司。例如在塑料制造业，2016 年 6 月 29 日市值排行第二名是金发科技，公司总市值为 167 亿元，而公司在 2016 年一季度的总资产规模是同行业中最高的，金发科技 2016 年一季度总资产规模为 157.2 亿元。在塑料制造业，总资产最小的商赢环球总资产为 1.9 亿元，金发科技总资产是商赢环球的 82.7 倍。相比于塑料制造业来说金发科技是一家大公司，是行业龙头。但相比于宁波银行来说，金发科技是一家小公司。所以公司的大小是相对而言的，相对于市场所能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容纳的程度来说的。市场越广阔，公司成长的空间就越大。市场越狭小，那么公司成长的空间就越有限。所以超级强势股往往是发生在市场空间广阔而公司目前规模较小的公司中。

公司的利润很高，产品很受欢迎，管理很好，但是如果产品只能在一个很有限的地方销售，比如某种产品全世界只有一个地方或者一个民族在使用，那么它的销量就会变得很有限。生产相关产品的公司成长到一定的规模就不可能再成长，就算全村人全族人每天都在大量使用这样的产品，但使用的数量还是非常有限的。由于需求有限，那么公司只能生产有限的产品，否则就会产能过剩。生产有限的产品只需要有限的资源和资本，那么公司的规模就无法扩大，公司不会有多大成长的空间。相反，如果公司的产品是面向全世界，就算利润不是很高也会取得庞大的收入，例如可口可乐每瓶的价格在中国仅为 3.5 元，但是却有非常广的市场。全球每天有 17 亿人次消费可口可乐公司的产品，每秒钟出售大约两万瓶饮料。2016 年第一季度可口可乐公司资产规模已经超过 900 亿美元，而 1919 年，Elntst Woodruff 从阿萨·坎德勒的继承人手里买下可口可乐公司时成本仅为 250 万美元，到 2016 年 6 月 29 日可口可乐公司的市值高达 1911 亿美元。公司只需要从每瓶可乐中赚取微薄的利润就能取得庞大的收入，就能支撑公司不断成长。还有微软公司的电脑软件销往全世界，成为全世界最大的软件提供商，拥有非常庞大的市场，所以就算利薄但是量大，2005 年 8 月微软操作系统在全球个人电脑市场所占的份额高达 87%，到 2016 年 8 月 22 日总市值高达 4490 亿美元。

市场规模大小通常受人类生活状况的影响，通常生产人类生活必需品的企业市场规模会比较大。凡是所有人都需要的商品，那么其市场规模往往就会很庞大，例如粮食。所以企业生产人们需求量大的商品通常会有很广阔的市场，而很广阔的市场就会为企业提供很大的成长空间。但人类需求量大的商品或者必需品并不是所有的都值得生产，有的东西尽管需求量大，但是几乎没有价值，例如水和空气，因为人们几乎可以以无偿的方式取得。对于生产矿泉水的企业来说事实上利润是非常低的，因为矿泉水的售价很低，而且由于水的质量比较大，运输成本很高，从而导致企业的利润率低。

人类必需品生产商容易获得稳定的客户群体，例如食品类商品是人类所必需的，所以食品生产企业通常有稳定的客户群体。而且食品属于一次性消费品，用完之后就会被完全消耗，不像家电可以重复使用，所以为食品生产企业提供了源源不断进行生产的动力。例如伊利公司生产的牛奶在中国所有超市和便利店基本都能买到，而且进入 21 世纪之后人均收入的不断提高带动了牛奶消费量的不断增加。在 1999 年伊利液态奶的收入只有 6000 万，而到 2015 年公司营业收入就高达 598.6 亿元，净利润为 46.5 亿元。1995 年中国农村人均奶及制品消费量为 3.2 公升，2012 年中国农村人均奶及制品消费量提升为 5.9 公升，农村人口奶及其制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品消费量年均增长 3.7%。而城镇居民人均购买鲜奶数量 1995 年和 2012 年分别为 9.2 千克和 15.2 千克，年均增长 3.0%。伴随人口的增长，牛奶总需求量和产量也在不断增加，1995 年和 2012 年牛奶产量分别为 576.4 万吨和 3743.6 万吨，年均增长 11.6%。中国牛奶消费市场可谓是全世界最大的，因为中国人最多。假如某些人们养成喝牛奶的习惯，那么牛奶就会成为生活的必需品，而且很少有改变。这种生活习惯会成为相关企业利润的稳定剂。食品与电子产品不同，公司生产的电子产品如果因为技术的进步导致公司的商品被其他更先进的产品取代，那么公司的利润水平就会下降，但是牛奶很难说会被更高级的牛奶所取代。所以对于食品生产企业来说，它们的经营业绩是相当稳定的。

很多商品不及食品类这样广阔的市场，但是经过一定时期的发展也会变成人们的必需品，或者说是准必需品。这些商品共同的特点是市场非常广泛，例如电视，只要人们的收入达到一定的水平几乎都会使用电视，它是不分肤色和种族的。还有手机，几乎每个成年人都拥有手机。所以对于生产电视或者手机这样电子产品的公司事实上市场是非常广阔的，我们将这些产品视为大众产品。当一种产品很可能成为大众产品时，生产这种产品的公司成长空间就会非常大。投资者应该偏向于寻求生产这类产品的公司，而不去选择生产只有少部分人才会使用的产品的公司。大众产品是市面上非常易见的商品或者服务，例如汽车、手机、可乐、电视、电脑、空调、地铁、公交、电力、自来水等产品。

通常大众产品的需求量和产量都非常庞大，所以我们看到市场上手机生产商非常多。由于生产同类大众产品的公司数量非常多，所以竞争就会非常大。因为竞争大，所以一些质量不高或者规模很小的企业容易被排挤出市场，或者这些小企业利润水平并不高，例如中国山寨手机生产商利润水平事实上是很低的。所以市场规模的庞大为企业提供了非常大的成长空间，但由于生产相关产品的企业数量多、竞争大，从而能够成为大公司的并不多。例如苹果手机销往世界各地，由于苹果手机市场的需求量大，从而成就了苹果公司成为一家大公司，但是其他很多生产手机的企业经营相当困难，因为公司规模小缺乏竞争力。所以广阔的市场能够提供很大的成长空间，但是如果公司缺乏壁垒，也可能会导致公司在激烈的竞争中经营困难。

人们对某种商品依赖性越大就越容易受到政府的干预，因为如果某种商品会影响到人类的生活，那么政府就有责任维护这种产品供应的稳定，这是出于政府维护社会稳定之责。所以对于一些大众产品生产要么是准入受到限制，要么就是竞争非常激烈。对于地铁、公交等公共产品并不是每个私人想投资就可以进行投资的，这些关系到国计民生的产品通常会受到政策的限制，因为这些商品关系到社会的稳定和良性运作。对于没有太多政策壁垒的行业通常竞争会比较激烈。

大众产品受大众欢迎，因此市场空间广阔。但大众产品的地位是会发生改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，某一种产品由于给人们带来了很大方便，而取得这种产品的成本又是大家所能接受的，那么这种产品的需求量通常会很高，以至于会成为大众产品。但是假如说一种大众产品由于科技的创新导致产品升级，原先的产品经过升级之后功用更为强大，那么人们就会选择更新的产品，这样旧的产品就会被新升级的产品取代，原来旧产品失去大众产品地位后产生一种新的大众产品。例如当黑白电视机被发明的时候，很多人都在使用，但是随着电视机升级为彩色电视之后，黑白电视机逐步失去了其作为大众产品的地位，取而代之的是彩色电视，而现在又升级到液晶电视。

当一家公司发明的产品非常实用，那么这种产品就有可能成为大众产品，由于公司是第一个生产商，拥有核心的技术，那么公司就可能获得很好的利润。由于市场庞大，在期初竞争小的经营环境下公司具有非常大的成长空间。假如在相关公司的产品还没成为大众产品时就投资这样的公司，那么投资者就可能得到丰厚的回报。例如在电脑公司出现时就购买微软这样的公司股票，在苹果上市时就购买苹果公司的股票，在阿里巴巴公司成立时就投资它，那么获得的回报事实上是非常高的。如果现在发现某种产品可能会成为未来的大众产品，那么现在以合理的价格购买这家公司的股票就有可能购买到超级强势股。对于很多投资者来说，某种产品未来的市场潜力往往是出自个人的主观判断，未来这种产品会不会成为大众产品现在是没有定论的。这种产品可能会在未来成为大众产品也可能不会，所以投资生产这种产品公司的股票需要冒比较大风险的。公司产品会成为大众产品主要是看公司产品未来市场的潜力，购买这种公司的股票也是出于对未来市场的看好，由于对于潜力的判定有着较高的随意性和不确定性，那么这种投资又叫作风投。因此对于这些新兴行业公司的投资应该采取谨慎的态度，尽管收益可能很高，但风险通常也会比较大。

衡量某种产品可不可能成为大众产品是比较困难的，直接的方式是看人们对这种产品的需求大小，而这种需求的力度往往决定于这种产品对人类的方便程度和实用程度的改进有多大。现代商业强调客户体验，大部分客户体验好的产品容易成为大众商品。公司研发一种新产品本来可以大为方便人类的生活，这种产品有潜力成为大众产品，但是投资生产这种产品的公司一样有较大风险，因为在产品普及过程中有可能会被其他更先进的产品取代，所以投资也常常被说为是高风险、高收益。

工业产品和科技产品很多时候会存在被取代的危机，当价格不变时，集成电路上可容纳的元器件的数目，约每隔 18 ~ 24 个月便会增加一倍，性能也将提升一倍，这被称为摩尔定律。摩尔定律给很多科技企业烙下很深的危机感，让很多老板生活在恐慌症当中。但是对于很多传统的大众产品来说是很难被取代的，例如食品，因为食品很难再向更高级别发展。例如牛奶，完全不用担心现在的牛奶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种类在未来会被更高级别的牛奶所取代。对于这种比较稳定的大众产品来说公司的经营是比较稳定的。而投资这些较为稳定的大众产品生产企业的股票也会变得较为稳健。

对于稳定的大众产品来说公司经营相对要稳定得多，因为就算在经济萧条的年代，对这些大众产品的消费量下降得是比较少的。例如食品价格弹性小，是刚性需求，人们对食品的需求会成为企业稳定的收入来源。但对于那些非大众产品就不一样，例如钻石，戴不戴钻石首饰事实上对所有人来说并不是非常关键的，但是不吃饭就会死人。更多时候这些贵重首饰只不过是有钱人的炫耀性消费，但是没有电话就会给人带来非常大的不方便，再怎么穷也要吃饭。所以购买大众产品公司的股票是一个非常不错的选择，能够获得稳定而且相当高的回报。当这种大众产品的地位受到动摇时就应该卖出这类公司的股票，这种情况通常发生在产品的更新换代上，一种产品的功能被其他更优秀的产品所替代。就像等离子电视被液晶电视替代一样，这不是代表人们对电视的需求不存在了，只不过是有更好的产品来替代之前的旧产品，从而更好地满足人们的需求。

在一种产品成为大众产品的过程中，通常会伴随着很多大公司的崛起，而大公司崛起的过程就是超级强势股形成的过程。但是当公司达到一定程度就会步入成熟期，利润就会变得稳定，新增投资就会进入规模递减。由于大众产品的需求量大，所以生产相关产品的公司就有可能形成很大规模的公司，大众产品生产企业里通常会有很多巨头公司。例如世界上有很多很优秀的公司和赚钱的公司都是生产大众产品或者向大量人提供服务的公司，例如国内的几大银行、中国石化等，它们营业收入极高，是非常赚钱的公司。可是这样的公司很多已进入成熟期。公司成长成为了一家大笨象型公司后，要想再长大已经变得困难，因为公司占据的市场趋近饱和，新增投资就会进入规模递减。例如海德股份是一家小公司，公司经营地产业务。2015 年海德股份的年营业收入为 0.2 亿元，总资产为 2.3 亿元。像海德股份这样的公司的营业收入翻一番是比较容易的，公司的营业收入翻一番就是增加 0.2 亿。可是像中国石化这样的公司营业收入翻一番就要困难得多，2015 年中国石化营业收入为 20188.8 亿元，总资产为 14431.3 亿元，中国石化营业收入翻一番就是增加 2 万亿的营业收入，这可是不容易的事。公司营业收入之所以难以增加是因为市场已经饱和，如果强行地进行规模扩张，就会进入规模不经济的状态。因此投资高成长的小公司是有优势的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 节 购买熟悉的公司股票

*** 购买看得懂的股票 ***

投资要建立在了解的基础上，未知则带来恐惧。我们对某家公司了解得越多就越能减少投资过程中的不确定性，对公司越熟悉，投资成功的概率就越大。在缺乏对公司了解的基础上进行投资就容易把价格波动作为唯一考虑因素，从而容易进入投机。例如对机器人公司的投资，人们知道机器人产业科技含量高、未来前景大，所以应该投资机器人企业。但是当问及机器人产品所具有的技术是什么时通常没有几个股民能够说得清，甚至连开发机器人的企业都说不清，所以对前景的看好很多时候就成了炒概念。事实上在机器人产业里很多企业主要处于组装这种科技含量低的产业链低端，从而跟股民所想象的科技含量高有着相当大的偏差。人们之所以认为机器人产业科技含量高，很大一部分是来自于影视和对字面意思的想象，而这种想象通常与现实存在相当大的距离，所以把凭空臆想作为投资依据是危险的。

如果我们要投资高科技企业，那么就应该对该企业相关技术进行细致了解，至少要知道相关技术的重要性和对公司盈利情况的影响。但对于普通股民来说，了解某些技术是困难的，某项技术对公司来说意味着什么通常只有相关专业人士才知道。了解某项技术通常是建立在具有专业知识的基础上，但对于大量高科技企业来说所具有的技术是如此的不一样，而股民又不可能知道如此广泛的技术知识，所以投资高科技公司通常具有相当大的认知风险。

假如自己不具备一定的技术知识，而又不愿意承担过多风险。那应该够买那些自己能看懂的公司的股票。例如生产食品和生活用品的企业，这些公司的业务就比较简单，我们不需要太多的知识就可以了解到公司的业务。而且这类公司生产的产品在生活中我们普遍都能接触到，我们可以分出哪些产品好和哪些产品不好。而且像食品和生活用品这样的商品我们都在使用，方便不方便我们自己知道。而且公司产品市场的需求刚性大，因此公司经营业绩也会显得比较稳定。而像科技公司不得不进行技术赶超，技术落后就有失去利润之危，但食品加工可能千百年来都不需要升级。投资自己看得懂的公司股票让人觉得更有把握性，可以降低未知带来的不确定影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者可以通过看公司的财报来发现哪些公司赚钱能力强，哪些公司赚钱能力弱。但有时候发现一些赚钱能力强的公司我们却看不懂公司经营的产品，这会让我们的投资缺乏安全感，因为专业知识会阻碍我们对公司盈利水平可维持性的评估。我们可以考察公司主营业务的相关资料，通过看公司产品的相关信息来尽可能地熟悉这家公司，这样可以弥补对公司了解度的缺乏，但在缺乏专业知识的情况下这种理解是局限的。对于一些精英的投资者来说，也许他们相当了解很多行业经营模式，但对于数量庞大的上市公司来说也会导致其不可能进行细致而全面的了解。而且我们通过阅读资料来了解公司，但通常这些资料的描述是不全面的，实际情况可能会大大超出我们的想象，因此才需要做实地调研。例如我们知道一家公司的主营业务是生产电脑，我们也知道电脑的功用。于是我们可以用这些模糊的信息来衡量公司市场的大小，来想象公司的前景，但是事实上却没有多少人能全面地了解电脑，那么也就很难了解公司本身，也许这些公司只不过是从事组装电脑的业务或者什么的。我们很难细致地去了解到电脑的每一个零部件和性能，以及电脑完整的用途。通常对于这些复杂的产品我们很难细致了解产品本身，例如一些复杂机械公司、网络公司、高科技公司的产品也是一样，由于专业知识的缺乏会阻隔我们对公司盈利前景的评估，所以对于看不懂的公司应该尽量不要去投资。

未知带来恐惧，对于未知领域，人民普遍认为那是一个黑暗的世界，因为黑暗，所以找不到方向，完全不知道接下来会发生什么。中国人过去是一个重道轻器的民族，而西方人普遍对未知感到恐惧，中国人会害怕鬼怪，可西方人却普遍害怕黑暗，所以葡萄牙人纠结了很久才把手伸向泰西大洋。严复说：“其为学也，中国夸多识，而西人尊新知。”新知更多体现在对未知的黑暗探索。对未知领域的探索需要勇气，因为探索是一个不断试错的过程，很多情况下都是失败的，所以冒险精神起了很关键的作用。投资也是一样，陌生的行业总会给投资者带来很多不确定性，投资者的心理感受就是“不踏实”。摇摆不定的投资决策容易让人犯错，而通常这种情况会发生在对新兴行业的投资上，因为很多人对新兴行业的了解接近于零，因此这种不踏实的心理容易引导人们进行赌博。在现实中，未知和难以找到发展方向的行业经常发生在新兴行业，而新兴行业通常是在不断地探索中前进。探索很多是失败的，只需要举爱迪生发明电灯的例子就会知道其中的过程会有多么艰辛，因此新兴行业的投资人很多时候往往不及保守的投资者成功。新兴行业投资者的高收益通常是以大量的人失败为代价，例如过去对电商的投资，很多人说阿里巴巴顺应了历史的趋势，但是一将功成万骨枯，人们经常谈论阿里巴巴的成功，但是背后实际上是很多电商的失败。对于新兴项目，有的人投资的回报非常高，但是这样的人很少，绝大部分人是失败的。高绝对额的收益很难掩盖普遍亏损的商业事实，因此投资者保守一些是好的，投资自己能看得懂的简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业胜算通常会更高。

市场普遍认为，我们只需要知道产品的用途和市场前景就可以了，例如电话可以通话，电脑可以上网，而这些恰恰是非常受欢迎的业务，会给相关公司带来广阔的前景和丰厚的利润。事实上这样的看法会让人走入误区，公司和行业的前景往往来自于想象，但是对于投资者来说对想象赋值会是很危险的，因为我们不知道这种想象值几个钱。相反当下更能说明问题，从公司当下的利润情况可以去衡量公司投资的回报水平，但对行业的看好很多时候却显得虚无缥缈。假如我们不了解电脑的每一项功能和部件，那么就会产生一系列的问题。公司生产电脑的 CPU 是不是最先进的？公司会不会因为产品部件过于落后而导致没法和对手竞争？未来市场上会不会有更好的产品导致公司产品被替代？这些问题需要建立在对产品有细致了解的基础之上，事实上很多时候我们对行业太看好，但我们又不具备发现细节的能力。泛泛而谈往往是危险的，对于注重当下的投资者来说，未来反而是危险的，因为这会增加公司经营的不确定因素。

如果我们缺乏对公司产品细致了解的能力，那么就算我们发现公司的产品现在很赚钱、公司的经营业绩非常好，但是我们很难去衡量这种赚钱能力是否具有可持续性，有时候只是昙花一现。假如把时间定格在 20 世纪 80 年代，那时我们认为黑白电视机是很有前景的产品，甚至有的经理人说“就算是纸糊的一样能卖出去”，甚至有的人宁愿把次品买回家自己去修。可现在黑白电视机只能往博物馆里放。技术快速的变化让电视机产品的花样不断翻新，人们对产品的质量更是斤斤计较。一家黑白电视机生产企业在现在的中国基本是生存不下来的，从过去的受人追捧到现在的销声匿迹也就几十年的时间。科技产品从繁荣期到萧条期往往是非常快速的，例如中国深圳的华强北堆积如山的电子产品让人分不清哪些是最新的，产能过剩的现象和商品滞销的状况非常明显。我们发现投资科技产品是如此危险，好景不长的现象总是让人觉得不踏实，过去还是吃香的行业，转眼就经营困难。因此对于看不懂的行业和产品通常并不适合稳健的投资者。

购买我们熟悉产品的公司，通常更能避开很多不确定风险。例如购买白酒公司的股票，酒并不是一个非常复杂的东西，白酒经历数千年而不衰，可见其行业的稳定性，而且我们发现白酒公司的利润普遍很高，例如贵州茅台和五粮液。购买产品简单的公司股票，这类公司的产品市场上随处可见，可以很明显地看到这种产品受不受欢迎。例如食品生产公司，我们可以感受到这种食品是否可口，是否受人们的欢迎。而且购买这类公司的股票我们可以看出公司的盈利能力，而且这种盈利能力通常都能够持续很长时间，因为让一群人改口味通常是不容易的。那么这类公司给投资者带来的回报就会变得稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*** 购买产品受欢迎的公司股票 ***

一家优秀公司生产的产品或者提供的服务通常都很受市场欢迎，如果一家公司生产的产品不受市场欢迎，那么就不叫优秀公司。一家公司生产的产品质量很好，也受市场欢迎，但可能由于其他因素导致公司并没能扩大生产或者成为明星公司。但一家优秀的明星公司生产的产品往往都是受大多数人青睐而且是家喻户晓的公司。

市场上的很多股民常常会因为缺乏财务知识而困扰，因为缺乏财务知识，所以并不能很好地了解公司的利润情况。如果不能很好地了解公司的利润情况，那么也就不能发现业绩优良的公司。但实际上财务知识并不是发现优质公司的唯一工具，而且仅仅通过财务去了解一家公司的业绩很多时候是存在很大偏差的。实际上好公司就是那些家喻户晓的、随处可见的公司。因此投资者不需要舍近求远，在平时生活中就能发现很多值得投资的公司。

我们选股票不应该仅仅是在电脑软件上选，投资者应该到超市里去选择，到大街上去选择，到朋友家里去选择。如果公司的产品很受市场欢迎，那么再回到软件上看公司的股票价格是否存在高估，如果公司股价合理，那么公司股票往往就是值得投资的。例如我们认为格力空调好，那么就可以用合理的价格购买格力电器的股票；例如大家都认为茅台酒好，那么我们就以合理的价格购买贵州茅台的股票。

有一位投资者为了投资一家公路公司的股票，发现这家公路公司的主要利润来源是一条重要的高速公路。于是这位投资者会跑到公路旁边去数每天经过这条公路的汽车有多少，然后按照每辆车的平均收费计算出这条公路一年能够为公司创造多少收入。例如我在购买股票时首先会先了解公司的产品或者经营的业务情况，很多时候我会发现想象与现实会存在很大差距。记得有一次想购买一家名叫机器人公司的股票，当时公司股价大概为 30 元每股。这是一家生产工业机器人的公司，当而时正在兴起机器人投资热，无人工厂正在被人们热炒。人们总是在谈论接下来所有的生产交给机器人来完成，也有人在担心人们会因此而丢掉饭碗。实际上人是一种非常聪明的物种，当所有的生产交给机器人来完成的时候，人类同时也会创造出很多新的工作。但无论怎样，机器人生产和无人工厂是一个实在诱人的概念，也会使人类生产出现颠覆性的改变，所以我当时特别想购买机器人这家公司的股票。为了对机器人有更多的了解，于是我参加了贵阳的一次国际机器人展览。最后我发现展览的机器人就像小孩子的玩具一样，大概也就 20 多厘米那么高，可以通过遥控板控制机器人做一些简单的动作，根本不可能用于实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产。也许我看到的是一些低端产品，于是询问了相关机器人制作专家，他们表示把机器人用于实际生产还很困难，需要很多苛刻的条件，例如工作环境的空气湿度、温度、光亮需要有严格要求，而且机器人传感器问题和程序问题解决还有很长的路要走。通过了解实际情况之后发现想象和实际在很多时候是存在非常大偏差的，于是放弃了购买机器人公司的股票。尽管 2015 年 6 月 3 日机器人公司的股价上涨到最高 137.59 元每股，但实际上这是要冒很大风险的，因为股价的上涨也存在很多不理性因素。到 2016 年 8 月 17 日，机器人公司的股票每股价格跌到 24.71 元每股，而公司每股净资产为 3.38 元，股价依然高达每股净资产的 7.31 倍。

投资者如果对公司产品缺乏足够了解，那么最好不要购买公司股票。投资者在软件上选股的同时还要到超市、到街边去寻找大家都喜欢，而且非常实用的产品，然后投资生产这些产品公司的股票。例如当我发现中国水电这家公司的股价很便宜，而且我经常看到中国水电在城市的路边施工，公司建设了很多不错的大型基建项目,于是以2.7元买入公司的股票。后来公司名字由“中国水电”更名为“中国电建”，到 2015 年 6 月中国电建股价最高上涨到 20 元每股。

通常优质公司都在我们身边，大家都认可的公司才是好公司，因此大家都认可的公司才是值得投资的公司。而这些公司不是从股票软件中选出来的，而是在生活中选出来的。

第 10 节　管理层

在公司经营过程中管理层取到了非常关键的作用，管理层的决策会严重影响公司未来的走向，所以很多人认为购买公司股票就是购买公司的管理层。优秀公司遇到优秀的管理层会如虎添翼，经营不好的公司遇到优秀的管理层能够让公司改善业绩。管理层特有的品质能形成公司良好的文化。

在考察公司管理层时，投资者非常关心的问题也是最基本的问题就是公司管理层是否诚实。如果公司管理层是诚实的，那么这有利于公司信誉的建立。不诚实的管理层对市场、对客户、对投资者都可能造成很大伤害。自古有言，信誉乃商业之本，如果缺乏诚信，那么企业不可能是一家好公司。如果公司的谎言被拆穿，那对公司的伤害通常会是很大的。例如安然事件，例如中国的三鹿奶粉，当谎言被拆穿之后，很容易就能毁掉一家公司。

对于投资者来说，很多人担心公司财务作假，从而导致对公司价值进行错误估计，而这很大的原因就是公司管理层不诚实所带来的结果。对公司价值估计误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差如果很大，那么对投资者的伤害是很大的。但是财务造假很多时候是由专业的人员进行的，普通投资者一般看不出来，那么对于投资者来说只好投资那些管理层诚实的公司。如果公司管理层诚实，那么就不会进行财务作假，如果财务数据可信，那么投资者就能很好地了解到公司的经营情况。有一位投资者在买一家造纸公司的股票之前，会随机地在市场上购买一包该公司生产的餐巾纸，然后一张一张地数纸巾数量是不是像说明书上写的那样多。这种很小的举动做起来很简单，但却能够很有效地考察公司是否诚实。诚实的管理对投资者来说是极其重要的，一方面“诚实”是公司立业之本，另一方面投资者可以通过公司诚实的行为真实地了解到公司经营情况，从而做出正确的投资决定。

公司是否诚实与管理层有莫大关系，如果管理层是诚实的，那么公司经营应该不会有非常大的欺骗性动作。因为重大商业行动如果缺乏公司管理层点头是没法实施的，而一般的公司员工又没有能力去施行一个重大的欺骗行动。而对于这一点，投资者可以察看公司管理层多年来的经营策略，察看公司是否言行一致。公司在每年披露的年报中通常都会带有对公司业绩的描述，也有对未来的展望，投资者可以去考察这些信息是否真实。另外，在公司年报上通常都会附有公司管理层人员的信息，投资者可以通过了解公司管理层人员的简历来考察管理人员是否具有优良的诚实品质，尽管这样做比较困难，但还是很有必要的。一家公司在上市之前，很多经营数据都没有对外公开，所以投资者在考察公司管理层情况的时候最好选择已经上市很久的公司，这样很多事件都是有据可查。如果这么做还不能对公司管理层有充分了解，那么大不了不购买该公司股票就是了。实际上商业名人里很多都是具有诚实的优越品质的，例如海尔的张瑞敏，还有李嘉诚、王永庆等等，因为如果公司不诚实，那么也不可能成为优秀的公司。我一直主张投资耳熟能详的公司，通常也只有一家诚实的公司会受到人们的爱戴，而这些公司就在投资者身边。购买一家大家都认为好的公司股票很多时候都比购买对公司一知半解的股票有利。

诚实是公司管理层难能可贵的品质，但除了诚实之外还有其他重要因素，例如果敢。一家公司经营的商业环境经常在发生变化，如果仅仅因为诚实是很难把公司做好的。如果公司管理层能够顺应市场的变化果敢地做出经营决策，那么这是有利于公司快速做大做强的。果敢指的是能够当机立断，相比于勇敢来说带有更高的智力成分，果敢对于公司抓住市场机遇是有极大帮助的。在中国改革开放大势朦胧的时候很多企业在观望，看政策走向，而张瑞敏能够看到市场机会决定加速扩展，建立海尔大学，这就是一种果敢行为。在香港回归时，很多港人面对政策顾虑的时候纷纷卖出房产导致房价一度大幅下降，而李嘉诚对政府充满信心于是低价买入房产，这也是一种果敢的行为。这些果敢的行为助推了公司成为国际上一流的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司管理层具备良好的商人品质对公司未来的发展极其重要，而投资者可以考察公司管理层近些年的决策行为和造成的影响来衡量公司是否具有这些优秀的品质。

第 11 节 便宜股

挖掘市场投资机会的目的是寻找便宜股，便宜股指的是股票价格的贵贱而并不是股票价格的大小。在股票市场上，通常小盘股价格比较高，大盘股价格比较低。但这并不代表小公司的价值量比大公司大，因为总体来看大公司的市值普遍是高于小公司的。所谓的价格高并不是说每股价格的数字大，股票价格高低指的是价格偏离价值的程度。股票价格偏离价值的程度可以用市盈率和市净率来进行衡量，例如小公司股票明显有偏高的市盈率和市净率。

贵州茅台在 2016 年 6 月 21 日每股价格为 275 元，而公司每股净资产为 54.78 元，公司股价是每股净资产的 5.02 倍。从绝对值来看贵州茅台的股价是高的，因为公司股票价格在 A 股市场上排名第一。但是贵州茅台的股价并不是最贵的，相反，贵州茅台的股价是合理的，对于一家优质的公司来说，价格是每股净资产的 5 倍是合理的。因此并不是说公司的股票价格高，那么公司的股价就贵，相反，公司的股票价格低股价也可能很贵。例如在 2016 年 6 月 21 日广东韶钢松山股份有限公司的每股价格为 3.07 元，从价格上来看该股是便宜的，但实际是该股的价格非常贵，因为公司的每股净资产仅为 0.05 元，股价是公司每股净资产的 61.4 倍。从公司价格与净资产的对比来看广东韶钢松山股份有限公司的每股价格比贵州茅台的股价还贵，至少比贵州茅台的股价还贵 12 倍。投资者花 275 元可以购买到贵州茅台 54.78 元的净资产，而投资者花 3.07 元只能买到广东韶钢松山股份有限公司 0.05 元的净资产，那么当然是购买贵州茅台的股价划算。因此股价的贵贱指的是偏离每股净资产的程度而不是股票价格的高低。

另外投资者普遍认为购买低价股比较安全，因为公司股票价格已经很低，下跌的空间并不会很大。例如广东韶钢松山股份有限公司的每股价格仅为 3.07 元，股民会认为已经没有下跌空间，就算下跌 10%，那么股价仅仅下跌了 0.31 元，而贵州茅台股价如果下跌 10%，那么股价就会下跌 27.5 元，因此购买贵州茅台的股价风险大，而购买广东韶钢松山股份有限公司的股票安全。实际上这是个人的偏见，投资者不可能购买一家便宜公司的股票比购买一家贵的公司股票风险大。实际上广东韶钢松山股份有限公司的股价比贵州茅台至少要贵出 12 倍，实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买广东韶钢松山股份有限公司的股票风险要大得多。对于投资者来说，股票下跌 10%，那么无论是每股下跌 0.3 元还是下跌 27.5 元结果都一样，投资者的市值都会缩水 10%。因此投资者不要购买低价股，而是购买便宜的股票。

如果公司是一家优质公司，但高股价也会令公司缺乏投资价值，因此低价是优质公司难得的投资机会。购买价值低估的股票主要基于对股票价格与价值的偏离程度来考虑，而这要涉及到标准的问题，这个标准就是价值，投资者需要知道怎么样来衡量公司股票的价值，那么才能了解到当前的股票价格是否高估。正如希腊哲学家伊壁鸠鲁的标准论一样，有了标准才能比较。老子说："故有无相生，难易相成，长短相形，高下相倾，音声相和，前后相随。"很多东西都是相对而言，价格与价值一样是相对的。我们能够做的就是通过这种价值与价格的偏离程度来衡量价值洼地和泡沫的大小，从而寻找投资机会。

衡量价格与价值的偏离程度只是第一步，这只是在告诉我们什么股票有价值洼地，什么股票价格泡沫严重。然后我们再去选择价格低估的股票进行投资，尽可能地买到物超所值的股票。管子说："夫凡人之情，见利莫能勿就，见害莫能勿避。"这个"利"就是价值洼地的寻求，整个金融大厦都是建立在"理性人"假设之上，人都是理性的，而理性人的核心就是利。谁都希望用很少的钱买更多的东西，这样的投资方式从人类文明至今一直适用，只要人做出选择，那么这种价值规律就会起作用。人都希望每个行动获得的利益最大，而付出的代价最小。这种人类固有的天性注定了价格低的东西会因为大家都来买而使价格回归正常，而投资者要做的就是去投资那种市场定价错误并且价格具有上涨空间大的股票，人类固有的逐利天性早晚会让价格向价值收敛。所以价格严重低于价值的股票只要公司质量不是太差，那么始终都会上涨，而这是人们理性选择的结果。

如果说在股票投资的过程中人的理性一直在起作用，而且每个人都以同样的估值标准来对待股票，那么最终投资者是没法发现那些价值低估的股票的，因为所有的股票定价都是合情合理的。但实际上股价在波动的过程中存在很多非理性因素，股票价格经常被错误定价，我们只能说由理性选择所形成的价值规律始终会起作用，最终会导致价格向价值收敛，但是不能说市场永远都是理性的。市场很多时候会因为疯狂或者沮丧而导致股价严重偏离其价值，这就有可能形成价值洼地，为投资者提供优质投资机会。另外，投资者不可能完全遵循一个统一的估值标准，每个人都有自己的一套估值方法。而这些方法有的是合理的，有的是不合理的，那些不合理的估值方法也同样会导致股票价值被错误估计。但是这些估值方法最终在某些情况下会达成统一的共识，例如当股票价格是净资产的 10 倍或者更高时，那么大家都普遍认同价格高估了。如果公司的股票价格低于公司的清算价值，那么大家普遍都认同价值低估了。而这种大家达成的普遍共识就会导致股价最终回到一个合理的区间，尽管在这个区间大家存在估值争议，有合理和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不合理之分，但是可以认为股票价格偏离真实价值应该不会太远。因此，尽管市场发生股价估值不合理现象，但价格始终是围绕价值波动的，而估值不合理现象会为投资者提供优质投资机会。

购买价值低估的股票是市场每天都在喊的口号，但事实上并没有多少人执行，其中一个原因是很多人压根就没想做价值投资，而只是想赚一把快钱。另外一个原因是对价值的衡量是如此不同，价值的标准并不统一，每个人的心理都有一杆秤，但秤砣却都不一样。基本上每个自称自己是价值投资者的人都有自己的一套估值理论，谁也说不服谁哪一个才是最标准的，这样估值就不会有一个大家一致认可的结果。如果是这样，那么其中一些说自己是价值投资者的投资方法可能就是不对的，如果某位投资者的估值方法严重偏离实际，那么实质上也可能变为投机者。避免估值出现严重错误的方法是要去考察自己这套估值的方法背后的逻辑有没有问题，同时要在股票市场进行不断地验证，看结果是不是和方法上所说的一致。只要能够得到一个大致正确的结果，那么这个估值方法都是可取的。其中，最成功的人的投资方法往往会成为一大群人的投资风向标，例如巴菲特。他的投资方法被无数人大为推崇，但是也很难说达到垄断的地位，依然并没有成为价值投资的标准。另外一种看法是，价值投资本来就不需要某一套标准，那是书呆子的做法。的确，宁可要大致的正确，也不要精确的错误。实际上每个人使用的投资方法都是都投资真理的外在体现，只能从某一个角度去把握公司股票价值的范围，而这对投资者来说就已经足够了。投资者只需要着眼于投资的基本规律，那么方法事实上就并不是关键。因此投资的关键在于领悟，而不是向谁学习。

投资者普遍的看法是不要购买价格超过每股净资产 5 倍的股票，否则会让我们的估值方法变得过于冒险。之所以允许每股价格超过公司每股净资产是因为公司的资产是一种特殊的资产，而不是一种普通的商品。之所以特殊，是因为公司的资产可以源源不断地创造出现金流，不断地产生利润，而不像一个苹果吃了就没了。那么价格超过每股净资产的部分可以视为对公司创造现金流能力的赋值。例如 2016 年 6 月 29 日贵州茅台价格是每股净资产的 5.28 倍，假如这样的估值是合理的，那么也就是说贵州茅台创造现金流能力的价值是公司每股净资产的 4.28 倍，价格减去每股净资产所得的数值就是这种能力的价值。通常人们认为对这种能力的赋值超过净资产的 4 倍就是一种冒险的行为，所以提出价格不应该超过每股净资产的 5 倍。我很难去评判为什么是 5 倍，而不是 6 倍或者其他的倍数。但是我们只需要知道一点，不要让价格偏离每股净资产太远。我们只需要将市净率的数值倒过来看就能得到切身体会，例如交通银行在 2016 年 6 月 29 日的市净率为 0.75 倍，倒过来就是 1.33。也就是说我们投资该银行的股票每付出 1 元的价格所获得的净资产就是 1.33 元，因此购买交通银行的股票是一笔划算的投资。2016 年 6 月 29 日星美联合公司的每股净资产为 0.01 元，股价是每股净资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1421 倍，这就意味着我们投资该公司 1 元钱，所获得的净资产是 0.0007 元，可以说投资星美联合什么也没得到。

假如说，对公司盈利能力的赋值超过 4 倍会让投资者的估值方法变得冒险，那么我们就需要尽可能地保守一些。但人们不该去计较为什么是 4 而不是其他数字，因为这仅仅是一种习惯，我们也可以选择 3 倍或者 2 倍。可以肯定的是假如价格超过每股净资产的 10 倍，那么基本上是可以确定这家公司股价泡沫严重，而像星美联合股价完全是不值 14.21 元每股的。假如价格比每股净资产还低，那么可以明确地知道这家公司的价格并不高，而且市场对这家公司的盈利能力的赋值是负的。

有人会认为既然是买便宜股，那么该股的价格相比于历史价格来说应该是很低的那个价格，其实这是不对的。由于公司的股价和每股内在价值随着时间的推移都是会发生改变的，那么我们就不必关心公司目前的股票价格是居于历史的高位还是低位。就算公司股票价格是居于历史的高位，这也并不能证明公司股票的价格泡沫严重，因为股票价格和每股净资产的偏离程度也许并不大。例如贵州茅台尽管在 2016 年 6 月份创出历史新高，29 日每股价格高达 288 元，但公司的每股净资产也高达 54.78 元，价格是净资产的 5.28 倍。相比之下在 2007 年每股净资产为 8.72 元，而 2007 年每股价格为 152.49 元，价格是每股净资产的 17.49 倍。尽管说贵州茅台 2016 年 6 月份的股价比 2007 年的股价高，但实际上 2016 年 6 月份的股价比 2007 年的股价要便宜得多。长期来看，不光每股价格是变量，每股净资产也是变量。我们衡量股票价格高低的依据来自于股价与每股净资产的偏离程度还有公司盈利能力的变化，这种偏离程度又被视为安全边际。假如说股票的安全边际很高，那么股票价格的上涨只不过是在压缩这种安全边际。而对于股票的下跌，如果价格严重低于价值，在公司经营情况没有大的变化的情况之下，那么股票下跌只不过是在不断提高安全边际，让交易变得越来越划算，下跌并不是在危及股票的安全性，也并不是在危及公司经营的安全性。以一个合理的价格或者很低的价格购买一家优质公司的股票，那么接下来持有就是了。而卖出股票的条件是公司股价在波动过程中出现极大的泡沫，或者公司在经营的过程中业绩出现不可逆转的下降，这些都是卖出股票的条件。

因此购买价值低估的股票首先一点是价格要尽可能得低，这种低是相对于每股净资产而言。股价最好不要高于每股净资产的 5 倍，否则就真的太高了。第二是公司的盈利能力要尽可能得好，因为这关系到投资者对公司盈利能力的赋值问题。例如贵州茅台股价尽管在 2016 年 6 月 29 日的股价高于每股净资产的 5 倍，但由于公司盈利能力很强，那么对公司盈利能力付出相当于净资产 4.28 倍的价格是值得的。但对于鞍钢股份尽管在 2016 年 6 月 29 日每股价格仅为每股净资产的 64.92%，这也不见得公司就值得投资。2016 年 6 月 29 日鞍钢股份每股价格为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.82 元，而每股净资产高达 5.90 元，投资者每付出 1 元的价格就可以获得 1.54 元的资产。尽管鞍钢股份的价格很低，但公司的盈利能力并不好，2015 年鞍钢股份的净利润为 –46 亿元，而 2014 年公司的净利润为 9 亿元，而获得这样的利润是公司付出了超过 900 亿的总资产。因此如果公司盈利能力不好，那么就算公司股价破净也不见得值得投资。

对于价值高估和低估的把握，或者说对于高估多少和低估多少的把握就像我们用手去感受一个物体的冷热程度一样，我们可以感受到一个物体很冷或者很热，但是却不知道有多冷或者有多热。实际上这已经足够，我们无需知道价值准确地低估了多少，就像我们无需知道准确的温度有多少度，但是我们可以明显地感觉到很冷或者很热，就像我们可以明显感觉到股票价值明显地低估或者高估。如果我们不能明显感受到某家公司的股价有被明显高估或者低估，那么这就不能作为我们投资决策的依据。也即是说购买价值低估的股票指的就是购买那些我们明显能够感觉到价格低于价值的股票，而不是用某一个死板的公式计算出某家公司的股票价值，然后再去看股票价格与这个标准的偏差有多大，或者只要价格低于我们这个计算结果就买入。如果是这样的话，比如说价格低于这个标准 1% 也是低估，但是我们并不能因为这种微小的偏差而做出购买的决策。原因有三点：其一是很小的波动就能使这种低估消失；其二是这样的偏差很难给投资者带来多大的利润，因为只要价格上涨很快就会进入泡沫区间；其三是我们很难说估计股票价值的方法是对的，事实上任何理论都不是真理本身。因此我们购买价值低估股票的前提是这只股票价值被低估得非常明显，这种低估程度我们能够通过市盈率和市净率还有公司的盈利能力明显地感觉到，这些指标就像我们的双手，能够明显地感知物体是冷还是热，或者是很冷还是很热。购买价值低估的股票要让这种低估足够地明显，而不是说只要有低估的脉搏正在跳动就去购买，尽管这种低估几乎摸不到。

股票价格低估的程度我们可以用公司的市盈率和市净率来衡量，尽管古老，但是实用，正因为实用，这两个指标才能够经久不衰。就像一句话被人说了无数遍就会成为谚语，不断地被重复更能体现它的重要性和实用性，所以中国有句古话："不听老人言，吃亏在眼前。"事实上"老人言"就是老一辈人经验不断总结的结果，老一辈人不断证明行之有效的方法就是"老人言"。市场上很多投资者厌恶看市盈率和市净率的指标，取而代之的是去想象公司的市场前景，然后用这种前景来作为衡量公司价值的标准，因为这才是时髦的新方法，而认为所谓的市盈率和市净率只不过是些老掉牙的东西。很多时候所谓的时髦无非是一些奇怪的东西一时盛行而已。事实上我们却很难发现有哪一些指标比市盈率和市净更简单适用，更通俗易懂。正所谓大道至简，越简单的东西往往越实用，但是很多人认为太简单了就体现不出自己的聪明，大家都会的就不会有多大的用处。但实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上聪明与简单实用是不冲突的，正如王阳明所言："道之大端易于明白，此语诚然。顾后之学者忽其易于明白者而弗由，而求其难于明白者以为学，此其所以'道在迩而求诸远，事在易而求诸难'也。"因此古老并不会减少市盈率和市净率的实用性，我们可以此来感受价格低估和高估的程度，从而为投资者提供交易决策。

第12节　频繁交易

频繁交易是短线交易者惯用的手段，又被视为闪电交易，所以有人说短线交易就是在与光速赛跑，可见这种交易的要求是高速和频繁，所以有的公司喜欢招聘游戏高手作为操盘手，因为电脑游戏玩得好的手脚必然很灵活，这样才能符合操盘对速度的要求。对于频繁交易者来说，公司价值不再是主导交易决策的主要因素，因为公司价值作用于股价之上并且让股价做出反应是需要很长时间的。而频繁交易者把交易时间已经压缩得非常短，以至于公司价值对股价波动的影响已经趋近于0，既然如此，那么又何必去考虑价值因素？因此频繁交易者考虑的会是一些其他的东西，例如消息、趋势、政策等等。

在短期内，价格的波动可以说是随机的，所以说短线交易者选出的股票通常不会比猴子蒙上眼睛对着盘面掷飞镖选出的股票强。而且频繁交易必然会付出大量的交易成本，投资公司会大肆宣扬短期致富的神奇方法，鼓励股民频繁交易，这样才能燃起股民的交易热情，同时增加自己的收入。做高频交易普遍把价格波动作为考察中心，从而忽略投资的价值因素，股民做高频交易不光要付出昂贵的交易成本，同时还要付出失误成本。因为如果不考虑价值因素，那么很可能就会买到泡沫严重或者公司质量很差的股票，买入不该买的股票自然是要付出失误成本的。

做高繁交易通常要设置止损，因为经常出错，出错接下来就是承认错误，而承认错误的行动就是止损。止损价位指的是推翻之前买入理由的价格位置。例如购买股票之后股票非但没有按照自己原先的分析思路上涨，反而下跌了，那么就证明原先的分析思路是有问题的。每一次交易都有一个买入理由，而止损就是推翻之前买入理由的行为，止损点就是能够推翻之前买入理由的那一个点，而这个点所对应的价位就是止损价。当止损价出现的时候，证明之前买入的理由已经不存在了，那么既然买入的理由已经不存在就必须结束交易。因此止损又被视为果敢的行为，甚至是壮士断腕的英勇表现，如果每一位高频交易者都能做到这一点，那么或许情况会好一些。很多进行频繁交易的人又被视为操盘手，而对于操盘手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，这种果敢精神是难能可贵的，先不说利润问题，至少这种行为可以防止亏损的扩大。所以很多金融公司希望请退伍军人作为操盘手，因为军人的执行力特别强，军人普遍具有难能可贵的果敢精神。

频繁的交易另一个重要原因在于不信任自己的交易决策，如果投资者信任自己的交易决策，那么就不会很快地做出相反交易的行为。不信任自己的决策自然在整个过程中容易担惊受怕，如果股票大涨，交易者担心这样的上涨能否持续，产生这样的怀疑就容易导致形成保住现有的利润的心理，从而导致获利非常有限。如果股价几乎不动或者下跌，那么容易产生卖出股票的心理，防止亏损的发生或者亏损的扩大。事实上，人们大多都是损失厌恶型的，如果价格波动的方向与自己预期的方向不同，那么这样的情况让他承认错误非常不容易，人们普遍具有不愿意承认错误的心理，从而导致亏损的不断扩大，直到后面以烂为烂，最后干脆看都不再去看自己的交易账户了。一种情形是在亏损发生时不止损，而是等到价格跌得差不多时加大买入筹码，从而压低成本，一旦股价反弹，那么即可轻松解套。对于一支优质的股票，那么这种压低成本的做法是值得推崇的，因为可以以更低的价格买到好股票。假如这家公司的股票质量很差，缺乏投资价值，当初购买只是由于某个利好消息的原因，那么在当初的消息已经证明对股价作用不大的情况下，之前的买入理由在股价下跌后就早已不存在。也即是说本该止损而没有止损，而是采取了加仓压低成本的应对方式。那么这种方式是危险的，因为既然之前的买入理由已经不存在，为什么现在还要付出更大的资源去买一只买入理由已经不存在的公司股票？在该股票缺乏投资价值的情况下，这种加仓行为看起来更危险，因为第二次买入的时候更盲目，仅仅是抱着一种解套的思想去购买一只没有价值的股票，而亏损起来亏损的绝对额可能会更大。

另外一种频繁交易的决策依据来源于价格趋势，根据对价格走势的判断来作为交易决策的依据，而这种价格走势的判断可以通过一系列的技术指标来完成。但技术指标本来就有着天生的缺陷，指标只是价格或者成交量的函数，可以描述价格的走势，却不能作为预测价格的手段。因此，靠技术分析作为交易决策的人往往会不断地遇到股价破位情形，常常抱怨指标的滞后性。交易者必须不断地根据价格的变化调整交易，这种价格趋势看起来更是虚无缥缈，因此出错和出现破位情形是很正常的，而这种破位背后就是跟着大量频繁的交易。

以上情况的交易行为纯属投机行为，他们几乎不会去关注股票价值区间，这才是频繁交易的特点。再一个情况是投机者明明知道某家公司股票价格已被高估，但由于市场的一片向好，被炒得火热。可以跟着市场买入这样的股票，搭市场的顺风车，从中赚取一笔。股票连创新高，每个参与者购买的价格都可能是未来回过头来看的最高价，尽管公司市场前景好，但是价格已经严重透支公司股价未来上涨的空间，而这时参与的人又叫作博傻。这种搭顺风车的人事实上可以归类为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格趋势型。而且搭顺风车的人的特点是一旦获利他们就会及时地平掉仓位，这是希望保住现有利润心理的结果，因为没有任何人能预知股价反转的位置。

大的机构投资者是不该轻易去搭这样的顺风车的，股价偏离价值过高。机构投资者如果要购买这样的股票，而且量很大，那么搭顺风车就更是一种危险的行为，因为一旦公司股价反转，那么就不容易及时地撤出。自己巨量的股票一抛售就会暴跌，很难平掉手中的股票。如果做频繁交易那么必然会忽视股票投资的一些本质东西，例如公司的价值和业绩。因为对于做频繁交易来说考察公司的价值意义并不大，公司每股净资产的增加对股价的推动是一个长期过程，通常情况下账面上今天每股净资产是这么多，明天还是这么多，而交易每天都会进行，那么考虑净资产的变化就并不是很关键。如果忽视公司股价的基本构成，那么交易实际上是危险的。

第 13 节　杠杆

为了增加交易效果，有的人会采用杠杆交易的方式。关于“杠杆”每个人首先想到的是阿基米德的“给我一个支点，我能撬动整个地球”。每一个杠杆交易的人无不是以怀着撬动地球的梦想开始，希望以很小的成本尽可能地增加产出，但实际上资金被放大多少倍，风险就会被放大多少倍。杠杆分为两种形式，分别为借钱交易和进行保证金交易，但实际上本质都差不多，这都能使交易者做自己能力之外的事。做自己能力之外的事总让人战战兢兢、如履薄冰，因为一不留神就会爆仓，很容易就会损失掉本来属于自己的全部资金。中国人普遍有一元钱就想做十元钱的事的心理，自己出一元向别人借九元来实现用小钱做大事，或者通过支付少量的保证金来拥有巨额价值的合约。合约价格的波动有时会让已经支付的保证金完全损失掉，也就是所谓的爆仓。这些交易模式必然增大交易风险，同时也会给投资者带来严重的心理压力。交易者通过杠杆做自己原本做不到的事，稍有差池就会前功尽弃。

杠杆交易还容易令人走极端，因为一个输得精光的人不会在乎多输一点，直到发现自己已经什么都没有才肯罢休。假如真的撬动了地球，实现利润快速地增长，这种来钱快的交易模式让很多暂时获利的人声称“不交易才是风险”。意外之财容易让其失去重视，会让交易者变得越来越胆大，所以成功往往并不长久。有一位股票配资经理说：“这行业赚钱的人有，但是赚钱离开的还没见过。”杠杆交易既是创造财富的神话，也是财富的绞肉机，它会让家财万贯的人一夜间一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贫如洗，也会让家境贫寒的人快速致富。但往往是败者多，胜者少。亏损之后普遍认为："本来就已经什么都没有了，还用在乎什么？"在中国有句古话叫作"叫花子的脚，以烂为烂"，它的意思是本来情况已经很糟了，不在乎再糟些。说这样话的人实际上他已经走了极端，所以理性投资者对于借钱买股票一定要慎重。

杠杆可以放大公司的经营能力，放大投资者的获利能力，但同时也同等幅度地增加经营风险和投资风险。在金融市场上高度杠杆是非常常见的，例如在期货、期权、外汇还有很多衍生品市场都普遍使用杠杆交易。自 2008 年金融危机以来，很多国家对杠杆交易产品已经变得相当谨慎，大都限制了杠杆的最大限度。因为在 2008 年这场金融危机中，杠杆为资产价格上涨起到了推波助澜的作用。

有一种非常流行的股票交易方式叫作配资。这种业务在中国兴起的时间并不长，操作方式是按照投资者自己所拥有的资金水平，在这个基础上借给投资者数倍的钱去做投资。一旦发生亏损，亏损最大额度只限于投资者所拥有资金的一定水平，一旦投资者亏损额度接近他自己的资金量，公司要么会强行卖掉投资者的股票，要么催促投资者增加保证金。通常配资公司会把投资者的资金放大 5 倍或者更高，例如投资者有 10 万元资金，那么配资公司可以借给投资者 40 万或者更多。投资者使用公司资金的代价是要付出一定的利息，有的年化利率高达 36% 甚至更高，这又叫作"三分利"。但事实上投资者平均每年能获得 20% 以上的收益已经罕见，更何况要背负沉重的债务负担，例如著名的伯克希尔公司投资年化收益率也就 20% 多一点，有多少人自信能比伯克希尔公司做得更好？

企业能取得每年 30% 以上的收益已经非常罕见，在 2016 年，30% 的利润水平已经远远高于社会投资的正常利润水平。如果投资者要想长期取得远高于 30% 的投资回报水平是非常难的，所以很多人是抱着"玩一把"的心态进行配资，就像走进赌场的人常常说"只是玩一把就走"，并没有打算长期进行下去。人们普遍只是为了某个短暂的机会而决定去进行杠杆交易，但始终容易步入极端。获利之后低估风险，或者认为自己可以控制风险，获利只不过是自己手段高明的结果，而失败之后就会步入以烂为烂的"无所谓"极端。既然长期很难保证获得 20% 以上的年平均利润，那么又如何保证短期能够做得更好？

与配资类似的就是借钱购买股票，借钱买股票和配资是很类似的，因为配资的本质也就是借钱。我想借钱买股票的好处是股价下跌投资者不会太担心被强制平仓的问题，也就是说自己牢牢地抓住了交易控制权。借钱炒股和企业负债经营一样，需要看股市的投资收益情况和个人的还款能力来判断借钱买股票是否合理。还款能力越强，那么允许的负债就可以高一些，而这种还款能力更多地体现在个人的资产状况和创造利润的能力上。企业投资的标的是项目，而投资者投资的标的是股票，原理都是一样的。只有当股市投资的收益水平高于利率时，那么借钱投资才是有利可图的，但是借钱应在一个适当的规模内，否则也同样和配资一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会走向极端。配资说到底也是借钱买股票，只不过利率在当下非常高，而且有被强行平仓的危险，所以投资者只能进行短期交易。而这里所说的借钱购买股票类似企业借钱投资，要说不同，就是利率不会像配资那么高，而且不需要太担心强行平仓的问题，精神压力相对要小一些，但本质都一样都是杠杆交易。如果借钱的利率足够低，而且投资者的还款能力足够强，那么适当的负债是有好处的，因为可以实现利润的最大化。但如果投资者的还款能力很差，那么借钱炒股和配资实际上也差不多，因为如果到还款时期没有足够的资金，自己也得卖出股票。如果投资者有信心在还款期到的时候不需要卖出股票也能轻松还款，那么在有些情况下适当借钱投资是有利的。例如投资某家公司的股票每年可获得的分红收益保守估计可以达到 10%，而当前市场利率仅为 4%，那么适当借钱投资就是有利的。因为投资者借钱购买股票之后每年的分红就可以还掉利息，除此之外还能获得 6% 的额外收益，最主要的是一旦股价上涨，还能获得更高的资本利得。如果投资者是一个固定收入的工作者，工资收入足够高，那么适当借债是合理的。但如果借债过高，股价下跌很容易导致自己永远都还不上钱，那么情况就会变得很危险。据说 1929 年 10 月 24 日美国股市大崩盘，一个小时内，11 个投机者自杀，他们跳楼的很大一部分原因是知道自己一辈子也还不了借来买股票的钱，与其痛苦地活着倒不如自杀来得自在。所以投资者借钱要慎重。

借钱购买股票要在一个适度的情况下进行，就算股票长期亏损，也不会影响投资者个人生产生活的现金流，那么借钱是可以的。如果借钱购买股票只是为了短期赚一把快钱，那么就会陷入到赌博的误区。假如借入的资金是短期的，那么就算这部分资金不需要付出利息，也会承受很大的还钱压力，这种压力同样会对自己的交易带来负面的影响。因此对于保守的投资者和资金量小的人来说就不应该借钱投资，而是有多大的拳头就做多大的事，做自己能力之外的事容易弄巧成拙。为防止交易出现极端，投资者保守一些是好的。正所谓小心驶得万年船，很多交易传奇都是昙花一现，真正驶得万年船的并不多，所以以一种保守的心态做投资往往更为简单，而且更能长期地获利。投资者有多大的拳头做多大的事尽管赚钱的速度来得慢一些，但可以保证不会走极端。

假如自己的财务情况足够好，如果市场出现大的投资机会，或者所借的钱就算在股票市场全部损失也不会造成致命的影响，那么就可以在一些特殊的情况下使用杠杆交易，例如进行现金流匹配。我们可以借入资金成本比较低的钱，购买确定回报比较高的债券。例如借入利率为 5% 的资金，期限为 5 年。恰好在 5 年之后还款日期到期前有一笔国债也刚好到期，而现在这只国债年回报率高达 8%。那么我们就可以借入资金购买这只国债，进行现金流匹配，因为每年国债的收益率足以偿还贷款利息，而且还能获得 3% 的额外收益，这一过程又叫“套利”。当国债到期后还能如期地把本金还给贷款者，这样投资压力就小得多。如果有类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似套利空间存在，我们适当借入资金进行投资也未尝不可。

我所指特殊杠杆交易是在能获取无风险收益，而且几乎不存在到期偿还压力的情况下是可以考虑借钱投资的。因为这只是一种套利行为，我们并没有拿这些资金去冒险，很难让人步入极端，这样投资者面临的还款压力通常要小得多。我们可以把低成本的资金投资于其他安全性很高，而又能够确定有更高回报的产品。这里有两个前提，一个是安全性高，另外一个是可确定的利润高。例如一个国家政局不稳，那么其政府债券一样不安全，那么一样不能因为是国债就去投资。除了固定收益类产品之外，也有一些其他收益高并且稳定的投资标的。例如股票，假如公司经营情况非常良好，公司完全有足够的资金进行现金分红，而且历史上公司的分红水平都很高。假如这一分红收益水平远远地高于借款利率，按历史上最低分红水平计算也是一样，那么借入资金投资该股一样是一个不错的选择。因此杠杆交易是要在自己还债能力足够高，债务不会威胁到自己的生产生活状态，而且有足够安全和收益率足够高的标的时才适合借债投资。

第 14 节 资金配置

投资中一个关键的问题是资金配置，主要分为对两个问题的解答，就是到底应该集中投资还是分散风险。市场中很多人强调分散风险，不要把鸡蛋放在同一个篮子里。关于分散风险最为著名的理论要数马科维茨的资产组合理论，马科维茨的投资组合模型做得像艺术品一样，尽管学术价值很高，但用起来是非常不方便的。对于普通股民来说，理解这一理论本来就不容易，而且也没有足够的资金来搭建投资组合，因此基本谈不上资产的配置，因为本来就没有多少资产可供配置。所以普通投资者如果真的要想分散风险，那么只好选择指数基金。马科维茨的资产组合理论把无风险资产收益率和风险收益率进行组合，从而找到有效投资组合位置，在风险一定的情况下实现投资收益最大化。无风险收益资产的收益率可以很容易地查到，问题就在于风险资产收益和风险的衡量。风险资产的收益通常是不稳定的，这会大大限制模型的实用性和稳定性。这种资产配置模型主要体现了统计学在投资上的运用，希望借助数学这种高度精确和严谨的工具来让整个投资组合做到极度精确。但是整个模型的运用通常是有很多假设条件的，得到的结果越精确，需要的假设条件就会越多；假设的条件越多，那么偏离现实就会越远；而偏离现实越远模型就越不实用，甚至越容易被推翻。这样的模型就像一口铁锅，看起来很坚硬，但是一砸就碎。这就像一个大型机械，所用零件非常多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管每个零件发生风险的概率都很小，但是假如只要其中一个零件发生故障，整个系统都会出问题，那么只要零件足够多，整个系统发生故障的概率就是非常大，因为这时零件发生风险的概率是在做加法。

在投资模型中，计算收益和取得该收益的概率通常是在对历史数据进行大量数学统计上得来的，可是未来与历史是如此不同，未来可能会出现过去没有考虑到的统计因素，而这些因素又可能对模型造成重大影响，那么模型的适用性通常会因此大打折扣。例如取得该收益的概率是 p，那么不能取得该收益的概率就是（1–p），概率 p 在从历史数据进行计算的时候不同的时期会有不同的值，确定概率 p 本身就是一件难事。如果概率 p 确定不了，那么投资收益期望值 E（r）的确定也是一件难事。另外每只股票的收益情况每年都在发生变化，尽管说根据历史统计可以得到一个相对稳定的收益值，但是在不同的历史时期收益值通常都会有所不同。因此并不是精于计算的人就能取得投资的成功，否则谁都比不上数学家。而对于个人投资者只需要拥有一台超级计算机就可以获得丰富利润，但显然这是不现实的。

投资不光是一门数学知识，同时也是一门艺术，这主要体现在定性分析上。历史数据可以量化，但是定性分析结果是不可能量化，这更多是由一个人的感情所决定。统计数据和理论模型可以在投资路上给到我们参考，但是斤斤计较小数点并不见得实用，因此不能把统计数据和理论模型当作不变的真理。

投资模型更多的是将风险和收益进行组合，从而寻找最佳的资产配置点，而完成这种组合通常是要以巨量资金为前提。对于保险资金或者其他巨量资金来说，为了尽可能地把风险规避掉，就非常需要严密的投资模型和复杂的统计学知识，而且这也更能体现机构资金的高明之处。但是对于普通投资者来说，分散风险远远是做不到保险资金那样的水平，这种复杂的投资模型既不实用而且建立成本又大，反而以商人的眼光做专业化投资更适用。

对于保险资金来说，如果购买的投资产品太少，那么风险过于集中，一旦发生损失可能将会是毁灭性的，尽管发生风险的可能性很小。无论投资的标的多么安全，但是全盘押注始终是危险的，这与保险分散风险的精神是背道而驰的。因此保险资金充分的分散风险是保险精神贯彻始终的结果，少数标的出现问题并不会严重危及到投资本身，至少一个项目的亏损可以用其他项目的盈利来填补，而且还能有效地规避系统性风险。

复杂的投资组合比较适合基金经理，适合于大资金的运作。大资金更有分散风险的必要，而且很多资金本来就是向很多投资者募集而来，而投资者选择基金或者与之类似的理财方式的主要目的就是降低自己投资不能分散投资的风险。资产分散本身是个艺术性的问题，马科维茨的投资组合理论仅仅是投资模型中的一种，而每个基金经理的投资模型又是如此不同，所以产生了很多板块基金。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的资金配置风格导致很多基金经理资产配置的差异很大。例如有的基金经理前10只股票的市值几乎占基金资产的50%，有的甚至更高。例如市场上有一只混合型证券投资基金叫作融通领先成长混合型证券投资基金，2016年一季度末持有前十只股票占基金净值的56.96%。资金越是集中于少数几只股票，那么基金分散风险的作用就会越弱。所以伴随2015年中旬股票市场的下跌，融通领先成长混合型证券投资基金的净值从1.53下降到2016年2月的0.83，一年不到的时间基金净值降幅达到45.75%，可见基金投资可能也存在相当大的风险。

对于资金量比较大的投资机构，我们并不能说让前10只股票市值占基金总值比例超过50%是错的，而且进行这样的组合有的也取得了良好的业绩。如果经理们极度看好某些股票，那么把资金进行集中配置也是有理的，好股票就应该进行大量的投资，但这样一来分散风险就成了次要目的。如果组合需要大力分散风险，那么分散投资就成了投资的主要目的，在降低风险的条件下再去寻求收益。

对于个人投资者来说，普遍情况是资金量都比较小，分散风险很难做得彻底。而对于个人投资来说，按照企业家的思维模式进行投资看起来更适合。对于普通投资者来说分散风险的同时也分散了收益，分散投资就像一家进行多元化经营的企业，但事实上很多成功的企业反而是专业化经营的企业。如果要达到充分分散风险的目的，那么为了分散风险就不得不去购买一些不太看好的股票，或者去购买一些自己看不懂的股票，那么分散投资会像一家多元化经营的企业变得臃肿而难以把控。例如有10个优秀的项目，那么作为企业家，把资源投入最优秀的项目就可以了。对于个人投资者来说，2017年A股有近3000只股票，就好比有3000多个项目，那么把资金投入最优秀的几只就可以了，既然已经有最优，那么就没必要将资金投入次优。因此对于个人投资者来说，集中投资更为适合，而分散风险已经不是主要目的，否则的话可以去选择基金或者理财产品。对于普通投资者来说一项投资的质量决定于投资标的的质量，而不是分散程度。很多分析师强调分散投资，这样东边不亮西边亮，但是东边亮的业绩一样很容易被西边暗的损失吞噬掉，有人甚至说强调分散是一种胆小怕事的行为，而集中投资就类似政治上用人不疑的自信表现。对于资金量小的投资者，集中投资更能使利润集中，尽量不要将有限的资金投入到不必要的股票中去。

基金经理们为了分散风险，通常会购买很多行业的股票，保险资金更是把这种分散做到了极致，因为充分分散风险就是保险的根本原理。在充分分散风险中统计学就起到了极其重要的作用，充分分散风险对数学知识和模型搭建有着极高的要求。但是这种模型的搭建和风险的规避主要是为了获取合理的预期收益，但这并不是成功投资的必须，普通投资者一样可以用平常的方法获得高收益，并不是说越复杂的方法就越好，而是越简单越好。把资金分散在不同的行业，有时候这种东边不亮西边亮可以让基金经理产生不求无功但求无过的心理，如果基金净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值下降，基金经理可以说“这没办法，这是行情不好”，但管理费每年都是可以有保障的。这种资金的分散通常是建立在一定的投资模型之上，如果理论上能够证明这样的投资组合天衣无缝，并且得到了大家的认可，那么就算之后基金业绩表现得再差那也不关基金经理的事，因为他们会说：“这不关我的事，已经按规则办事了。”如果基金的业绩表现得不错，那么基金经理就会功不可没。这种按规则投资的基金与商人追求利润的动机完全不同，商人面对一个好项目会选择全力以赴去投资，如果投资者以一个商人的心态购买股票，那么就应该集中投资。而成功商人的人生经历会证明这种集中投资尽管带有比较大的风险，但却是取得巨大成功的重要条件。正如《战争论》一书里所说：“要想取得一场重大的胜利，那么在战争中就要尽量地创造出绝对优势，如果不能，就要尽量地创造相对优势，要尽量集中使用力量。”用在股市投资上，辉煌的成绩通常都是来源于集中投资，最大限度地把资金集中于优秀项目上，既然是优秀项目，那么就应该尽可能地下大注。就像进行一场决定命运的战争，砸锅卖铁也要将其打下去。

集中投资可以避免力量被浪费，这种资金力量越是集中，在优质项目上的投资效果越明显，越能证明投资者对这家公司的高度信任。对公司的信任来源于公司的优越质量，而不是无规律的价格波动。集中投资的效果决定于公司的质量和股价的贵贱，价格的低估和公司的优质都会增强投资者的信心。因此投资者不应该选择投资不理想的行业，不去投资自己看不懂的行业，更不会去投资差的公司，因为这会增加投资的不确定性。如果公司质量很差，那么不管股价有多低，这些负面因素都会降低投资者的信心。

基金要尽量规避价格波动的风险，这是基金投资的要求，也是基金成立的基本目的之一，因此基金在投资的过程中不得不分散风险，并且尽可能地使投资风险和收益精确化。而集中投资者的根本出发点就是尽可能地集中资金投资最优质的标的。

集中投资和分散投资的基本出发点并不一样，所以条件通常也不一样。例如基金的资金量大，分散风险既是需求，也是目的。因为很多时候就算收购了最优秀的公司，资金还会有剩余，那么除了最优选择，也必然得进行次优选择。而对于集中投资者来说，很多时候也是由于资金量小而不得不如此，因为他们根本就不具备充分分散风险的条件，也没有收购一家公司的实力。

分散投资，虽然可以在不重要的项目上取得一定的投资回报，但相比优秀的投资项目而言显得会是次要的。如果把大量的资源分散，就会降低优秀公司带来的回报，因为投入到优秀公司的资源总体是不足的。如果有一个优秀的投资项目，就应该拿尽可能多的资金去投资这个项目，然后才是次优的选择问题，把资源投入一个优秀的大项目比把相同资源投入几十个互不相干的小项目更有用。这种集中投资的力度有多大，就要看投资者的信心和决心有多大。如果不能对该项目集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中投资，要么是不了解这家公司，要么就是这家公司本来就不值得投资。

资金量会决定分散风险的程度，但也不能成为购买垃圾股的借口。假设一位勇敢的职业经理人把资金从那些低收益的公司和行业全部撤出，全部投资到几家优秀的公司，那这也不失为一种勇敢的行为。如果资金大到足可以买下市场上所有的股票，那么是不是应该不分良莠的全都买下？如果这样，那么很多资金本来就不应该投资股票。资金量大到一定的程度，那么分散风险也会是必然的选择，应该做的就是尽量投资优秀的公司，而对于质量不好的公司，宁可让资金闲置。如果不能发现优质的投资标的，那么宁可持有现金。但有一点，当资金大到一定的程度，在充分分散风险的情况下，买入的股票越多，业绩与指数的表现越相似，越难以取得超额的收益。

把资源投资到优秀的公司上去，这是股票市场设立的根本目的，在经济学上被称为资源的优化配置，配置资源是目的，股票交易是手段。股票市场的基本功能是配置资源，那么就应该让效率高的公司得到资金，让低效的公司退出市场，这就是用钱投票，既符合投资者的根本利益也是社会发展的根本规律。从投资者的立场出发，真正能带来高回报的投资只有优秀公司，买好股方能得好报，这又叫顺天者昌。

我们经常发现有的投资者购买的股票翻了好几倍，但是对他来说并没有带来多少财富，原因是他在这只股票上投入的资金有限。有人错误地认为投入有限资金是为了防止出现大的风险，实际上如果害怕风险，那么就应该一点也不要投。相反，如果这笔投资是值得进行的，那么就应该投入尽可能多的资金，只有这样成功才可能带来实质性的意义。股票市场上有一种动作叫作试盘，就是说投资者先投入少量资金，然后观察股票的表现，如果股票的表现和自己预期的一样，那么就可以加大筹码。如果股票表现与自己预期的方向不一致，那么就放弃，损失也是少量的，实际上这是有害的做法。如果投入少量资金之后股价果然上涨，一方面这种上涨对投资者来说并没有带来实质性的影响，另外，在股价上涨之后增加筹码又会提高买入成本。如果投资者认为这家公司的股票很好，而且价格很便宜，那么就应该尽可能地买入公司股票，而不是分步买入。尽管尽可能买入股票之后接下来股票有继续下跌的风险，但是只要买入价位确实可以保证投资能够获得可观的收益（例如股息收益），那么这种股价下跌只是一时现象，投资者可以耐心持有直到股价上涨。如果投资者是采用分步方式买入，虽然在股价下跌的时候不断加仓会持续地压低持仓成本，但是如果情况恰恰相反，那么后面的买入只会增加持仓成本，反而使收益变得缺乏吸引力，甚至会由于股价上涨过高而放弃后面的买入，一旦放弃后面的买入，那么即使股价发生大涨也不会给投资者带来实质性的好处。因此投资的关键是买入价位能否为投资者带来可观的吸引力，而不是买入方式有多少花样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 节　机构与个人

不同的投资者投资方式和风格各有不同，而且不同类型的投资者所适用的投资手段也不一样。对于机构投资者来说其特点是资金量庞大，投资模式复杂。对于个人投资者来说其特点是资金量小，而且较为缺乏投资知识。当然这样的区分并不是绝对的，因为有的个人投资者的资金也很大，也很专业，但我们更多讨论的还是普遍现象。

由于机构投资者资金量大，所以普遍认为他们能决定股票价格走势。短期来看确实如此，巨量的资金会对股票价格产生很大波动，过大的购买量必然会大幅推升资产价格。但长期来看决定股票价格走势的还是上市公司资产的变动和盈利能力的变化。只要公司质量足够好，大家对某只股票的看法一致，就算没有机构的资金，其价格依然会在游资的作用下呈现单方向的走势。例如伯克希尔公司的股价从几十美元每股涨到 20 多万美元每股，涨幅尽管很大，但是每日成交量却很小，因此资金不是推动股价上涨的必要条件。当一家公司面临破产时，机构的资金再大也无济于事，就算机构资金把所有股票买下，把价格拉得再高，破产之后通常也会大幅亏损。

同等的资金量作用于不同的股票效果也会不一样，如果用一个亿购买工商银行的股票通常不会给股价带来多大的影响，但是假如同样用一个亿的资金去购买市值只有 10 亿的公司股票那么就会让这只股票上涨一个很大的幅度，相同的资金作用在不同的股票上产生的结果是大不一样的。大资金对股价的直接影响是从短时间来看的，而从长期来看对股价的影响还是公司质量，只要上市公司质量好，那么资金量的大小都无关紧要。如果公司质量很好，那么就算股价不涨，投资者也能从分红中获得足够多的收益。另外如果公司质量好而股价出奇地低，例如低于每股净现金资产。那么股东只需要要求公司破产就能获得很高收益，或者只需要提出破产的要求，尽管只是一种威胁，但这种威胁就足以让公司的股价回到应有的合理水平，前提是这种威胁是有效的。

股市是一个股票交易的市场，或者说是一个平台，在这个平台上我们不能认为跟着机构投资的方向就是对的。支持股票价格的根本力量不是资金，而是公司的质量。如果说跟着机构投资者买卖股票就一定能获得超额利润，那么这是有一个前提的，那就是机构投资者本身也能获得很高的利润，因为只有机构投资者投资获得很高的利润，那么才有可能带着股民获得很高利润。但事实并非如此，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是机构投资者业绩持续向好的本身并不多，历年来明星投资公司也就那么几家，可是机构投资者的数量却非常多，可见并不见得机构投资者本身就能获得很高利润，反而经常会爆出很多投资亏损的例子。那些业绩做得很好的明星机构大多都是因为投资优质的上市公司而获得成功的，例如伯克希尔公司。如果这些机构是因为投资优质公司而成功，那么投资者跟着这些机构买股票就是对的，因为投资者自己本身买的股票也是优质公司的股票。机构投资者如果是做短线交易，那么他们的利益本来就与个人投资者相冲突，因此更不能指望机构投资者会帮助自己赚钱。

相比于机构投资者来说，个人投资者灵活性更高。很多情况下，基金经理必须按照一个既定的投资组合模式进行投资，为了分散风险被迫买入一些自己并不是很喜欢的股票。而个人投资者并没有这种限制，他们甚至可以把全部资金购买其中的一只股票。

个人投资者可以选择把力量投入到了一个最优秀的项目上，实际上投资一个优秀的大项目远远比把资金分散在 10 个相对较好的项目更好，如果第一个项目是最优秀的，那么为什么还要投资其他 9 个？机构投资者普遍受限于某一投资组合模式而不能采取个人投资者那样大胆的做法，他们更偏向于小心谨慎，不求有功，但求无过。因为资金大部分都不是自己的，投资业绩与自己的利益相关性有限，而定期地收取管理费才是稳定的收入。有的投资组合是模拟某种指数，机构投资者可以对冲掉风险，甚至不留风险敞口。但是这样做尽管会使盈利能力大打折扣，但至少不会出大问题。

投资机构需要限制资金管理人的权利，如果资金管理人利用机构的资金来表达自己偏激的想法，那么就可能会令机构资金陷入危险的境地。例如 1995 巴林银行的李森在衍生性金融市场的超额交易，导致投机失败损失 14 亿美元，从而导致巴林银行轰然倒塌。但如果对资金管理人的权利限制过度，必然会阻碍资金管理人天才想法的实施。但对于机构来说这不重要，因为机构普遍是在帮老百姓进行投资，只要平均收益足以吸引到个人就可以让公司获得足够的管理费用。因此业绩虽然关键，但并不是核心需要考虑的因素。机构首先要保证的是机构能够长期地运行下去，不出岔子。因此就需要把风险放在第一位，把客户的资金进行足够分散的投资。机构投资者不需要在乎单只股票风险的大小，在乎的是整个投资组合风险的大小以及单只股票风险对投资组合风险的贡献。因此机构对资金管理者的限权和分散投资的设置就非常必要。而个人投资者并无这些限制。

个人投资者就像一个企业家，他可以把资金尽可能地投向他自己认为最好的项目。而机构投资者是一个资金管理者，虽然负有资金管理之责，但并无非要去投资优质公司的义务，保证资金管理不出大问题，充分分散风险即可。为了分散风险，机构投资者无论是优质公司还是差公司都会一并买入。2016 年中国工商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行－汇添富成长焦点混合型证券投基金持有一只名叫河南东方银星投资股份有限公司的约 72 万股股票，占公司总股本的 0.56%。东方银星是一家出了名的袖珍型公司，这是一家以建材贸易为主的公司。据说东方银星在 2015 年报告期内，公司共计实现营业收入 1312.9 万元，营业利润为 –97 万元。2015 年公司发布年报显示，除了公司董事会成员外，东方银星公布的员工人数仅为 11 人，其中技术人员 1 名，财务人员 3 名，行政人员 7 人，而生产人员和销售人员均为 0。对于这样的公司，从投资的角度来说，无论在什么情况下都不应该去购买它的股票。但在 A 股市场，2016 年 7 月 1 日东方银星的市值却高达 36 亿元，而公司的总资产仅为 2.3 亿元。有一家公司叫星美联合，公司的每股净资产为 0.01 元，而在 2016 年 7 月 1 日股价却高达 14.66 元每股，股价是每股净资产的 1466 倍。公司市值高达 60.7 亿元，在 2016 年第一季度公司的总资产仅为 726.4 万元。在 2015 年星美联合营业收入为 1343.6 万元，净利润仅为 130.0 万元，像这样的公司合理市值是不可能达到 60.7 亿元的。按道理理性投资者是不会去购买这家公司股票的，但是到 2016 年一季度，持有这家公司股票的前十大股东有天津欢瑞资产管理合伙企业、北京青宥仟和投资顾问有限公司、深圳弘道天瑞投资有限责任公司、太极集团有限公司、中国工商银行股份有限公司－汇添富外延增长主题股票型证券投资基金、交通银行股份有限公司－易方达科讯混合型证券投资基金、曾平、宁波丽缘进出口有限公司、中国建设银行股份有限公司－易方达新丝路灵活配置混合型证券投资基金、中国对外经济贸易信托有限公司－鸿道 3 期。尽管公司业绩不好，而且估值存在很大泡沫，可前十大股东中有八名是股民认为更为理性和专业的机构投资者。

对于个人来说，普遍会认为自己投资知识的缺乏会导致自己在股票市场上没有竞争力。而专业资金管理人却不一样，他们有专业的资金管理团队，有复杂、高明的交易系统，因此在股票市场上非常有竞争力。所以当认为自己是投资新手时，普遍认为把资金交给基金经理来经营要保险得多。但事实并不见得，作为资金的管理者和运作者，表面上他们具备很高的知识优势和信息优势，并且还有非常复杂专业的交易机制，但并不见得有用。因为投资本来就是一个非常简单的事情，复杂的交易方式很多只不过是做给普通人看的，以至于作为吸引客户的手段。投资只需要守住低价买高价卖的基本原则，那么结果都不会太坏。股价本身就是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，投资者只需要抓住这一个本体就够了，而无论采取多么复杂的投资方法那都仅仅是手段而已。那些搭建复杂投资模型的机构投资者，通过复杂的数学公式或者量化交易来运作资金，务求得到一个精确的收益，但金融市场上精确性通常是不可靠的。投资本来就是一门简单的学问，投资者只需要用心去体悟，能够把握投资的本体，那么简单的方法和复杂的方法结果都一样，手段只是一些细枝末节的东西罢了。甚至说个人更容易关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司的质量，对于基金经理来说，由于公司质量对股价的影响是长期性的，公司质量对股价的影响短期来看并不明显，而基金经理募集的资金往往是有期限的，而且这种期限往往不长，那么基金经理干嘛要去重视对短期股价影响很小的公司质量？所以很多时候个人投资者比基金还具有优势。

基金经理那些看似专业和复杂的计算知识通常是不能保障投资收益的，投资本身是一门社会科学，如果要细致考察，那么其复杂性远不能通过数学能够表述得清的，就算用数学公式描述了资本市场当前的变化意义也不会很大，因为未来存在无数可能的结果。因此越是想通过数学模型而去求得一个稳定精确的收益，那么这个收益水平越是精确，错误的可能性就会越大。金融现象是非常复杂的，越是想通过数学得到一个精确的结果，投资模型越是复杂，那么偏离现实就越远，而偏离现实越远就越不适用。所以说宁可要大致的正确也不要精确的错误。我想有人并不同意这种观点，因为从现象上来看，可以看到很多利用量化交易而获得成功的例子。例如做量化投资的大奖章基金过去 20 年客户平均年收益率高达 35%，例如投资大师詹姆斯·西蒙斯通过量化投资获得了非常高的收益。但这毕竟是少数，而且在整个交易过程中也要考虑幸运的成分。首先，做量化投资的公司非常多，但是成功的却很少，我们不能只看到少数几家成功的就说量化投资非常实用。就像墨子的观点，通过征伐取得实力增长的国家只是少数，少数成功的背后是大量国家的灭亡。所以墨子认为如果一服药给千万人吃，但只有几个人的病被治好，那么不能说这种药是好药。其次，量化投资是有计算机之后才兴起的一种投资模式，它的有效性还需要检验，况且在没有计算机之前有的人投资也做得很好，但价值投资的根本出发点是建立在理性人的基础之上，受到千百年的检验。这不是跟不上时代步伐的问题，而是量化投资普遍忽略了股票或者其他金融资产存在的基础，而把重心放到价格这样的表面现象上来。例如当股价已经涨到非常高的位置，投资模型显示继续买入还可以盈利，但事实上已经非常危险。因此投资者不宜对投资模型过度迷信。机构投资者把投资模型打造得像艺术品一样，一来可以用专业吸引客户，二来可以告诉客户“我们的投资无懈可击”。事实上构建复杂、完美的投资模型是金融学家或者经济学家做的事，而投资者选择的投资方式应该是简单实用的方法。

彼得·林奇和巴菲特就是采用简单有效的投资方法获得非常杰出成绩的人，他们投资的本质都是以合理或者低价买入优质公司的股票，本质上并没有什么复杂的，而很多股民做不到不是因为他们在知识上的缺乏，而是因为不能坚守如一。因此投资在有的时候耐心比知识更重要，知识是投资的一种工具，而耐心却是难能可贵的优秀品质。

对于个人投资者来说，一般年轻或者中年人比较容易接受长期投资，而对于年纪大的个人投资者宁可做短线，因为年轻人对于长期投资有足够的时间等待，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是对于老年人来说连他们自己都不知道能活多久，如果他们的生命已经不长，那么就算数十年之后股价翻了很多倍，对他们来说也不具有吸引力，因此还不如做短线客，立竿见影。但是对于一些机构来说不一样，机构是一个长期运行的系统，并且存在自身一套运行机制，没了这一代掌门人还有下一代掌门人，因此这种急于求成的心理要弱得多，除非掌门人想在有生之年做出点大事来，否则的话如果公司一开始就定位于长期投资，那么这种投资准则是可以长期持续下去的。

在中国股票市场进行投资的大部分是小股民，相比于成熟的股票市场来说机构投资者所占的比例较少。对于机构投资者来说，它们主要由一些专业的投资人员构成，所以对股票价格的估值要理性得多。但是对于很多小股民来说，由于缺乏股票估值的知识，导致他们把价格波动视为唯一的指导交易方式，对股票的估值问题并没有深刻的理解，而这样的股民又占投资市场中很大的比例。当小股民所占的比例很高，甚至是决定股票价格的主要交易群体，那么在知识缺乏的情况之下就容易对股票市场产生不合理的资产定价，从而导致非理性繁荣和严重的价值洼地出现。另外机构投资者也知道股民是不理性的，为了顺应股民的心理赚钱，那么机构投资者自己也会选择不理性，此时理性的选择就是不理性。

由于中国股票市场还很年轻，缺乏专业投资知识的小股民所占比例大，所以股票市场投机气氛比较浓。首先投机气氛比较浓的市场是不利于经济发展的，股票价格的大起大落不利于经济的稳定增长。股票的价格是投资者对公司资产赋予的价格，在一个投机气氛浓烈的市场中，公司资产的价格经常被错误定价，从而导致泡沫和价值洼地交替出现。对公司资产的不合理定价会阻碍市场对资源配置的功能，因为会造成一些好公司没有好价格，那么就会降低一些好公司经营的积极性。但是对于投资者来说却能够提供有利的投资机会，因为投机气氛浓烈的市场会给价值投资者提供极低价格的买入机会和以极高价格卖出的机会。假如是在一个完全理性的市场，那么投资者几乎只能获得货币的时间价值。由于投机气氛浓烈的市场带有很多的感情性因素和不确定因素，理性因素的占比相对不高，不确定因素也为投资者提供了智力发挥的无限空间。因此一个越是投机的市场就越适合投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 节 指数基金

如果投资者缺乏选股能力，而又不想把钱存银行，那么投资者可以选择投资指数基金。指数基金的投资组合模拟了某一市场指数，每一只股票占基金的权重和这只股票占指数的权重完全相同，因此基金净值的增长和下降的幅度与这种指数波动幅度是一样的。假如我们完全模拟股指期货的成分股，我们就可以对冲股市风险。当基金经理建好投资组合后，基金经理完全可以再做空相同市值的相关指数合约来完全对冲股市风险。一面投资股票，一面做空股指期货，股票市场上盈利会被期货市场上的亏损抵消。相反期货市场上的盈利会被股票市场上的亏损抵消。如果要是这样，那么这种不留敞口的对冲也并无盈利可言，而投资指数基金也并不是完全对冲股市的风险。

股票指数整体来看都是在上涨的，例如上证指数设立之初也就 100 点，但是到 2016 年初已经超过 3000 点，上涨接近 30 倍。因此整体来看，投资指数基金是有利可图的。

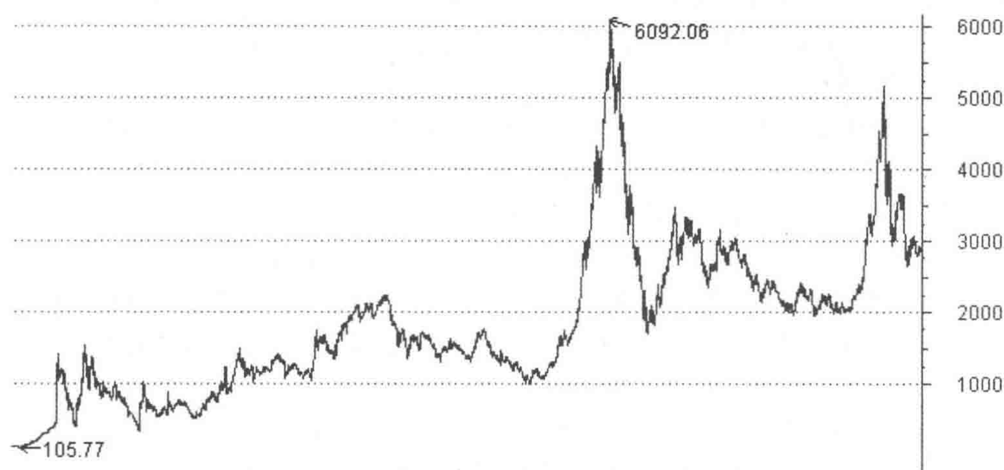


图 7-3 上证指数日 k 线 1990 年至 2016 年走势图

通过提取上证指数每年收盘的数据，然后利用最小二乘法进行线性回归可以发现指数整体还是向上的，尽管说在此过程中指数会大幅度波动，但如果投资者长期持有指数基金还是可以获得相当高的收益。指数从 1990 年的 100 点上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨到 2015 年的 3539 点，年均增长 15.33%，投资指数基金如果年均收益能够达到 15.33%，那么这一收益水平是足够超过大多数理财产品的。在 1995 年，中国的 GDP 为 60146.5 亿元，而 2015 年中国的 GDP 为 636727.2 亿元，从 1995 年到 2015 年 GDP 年均增长率为 12.52%。因此投资指数基金是可以跑赢经济增长的。

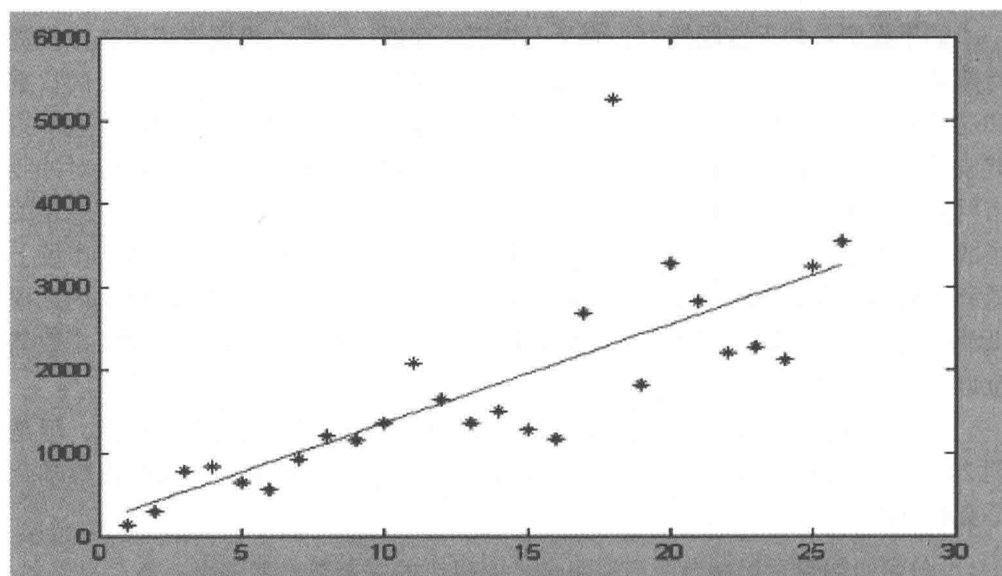


图 7–4　上证指数 1991 年至 2015 年线性回归图

首先从图 7–3 来看，我们发现历史上每一次股市大底的底部不断抬高，因此整体来看指数一直都是呈现上涨趋势的，而且购买指数基金长期来看收益率是相当高的。那么为什么指数底部会不断上移？

从图 7–4 上证指数线性回归结果来看，上证指数整体还是向上的。而且指数底部形成趋势线也有一定向上的倾角，这是因为国家 GDP 快速上涨所致。经济增长，所以支撑股市底部形成的低点也在不断地抬高。其一是 GDP 的上涨导致支撑股市的资金是在不断增加的，例如 20 多年来股市成交量在不断地上涨。其二是 20 多年来伴随公司的经营资产不断地积累，从而导致公司资产规模不断增加，这必然导致公司市场价值同步增加，从而导致股市低点不断地上移。只要经济的增长不停滞，国家经济的细胞企业增长也不会停止，那么公司的市值长期来看必然是增加的，因此指数长期来看都是呈现向上的趋势，直到经济增长停滞。因此投资指数基金可以大体上获得指数增长水平的回报。一个国家经济增长的速度越快，那么企业成长的速度就会越快。企业成长是因，经济增长是果，经济本来就是由无数企业细胞构成的。那么只要一个国家经济快速增长，实际上也就证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明企业整体的成长速度是非常快的。而从 20 世纪 80 年代以来，中国经济出现了奇迹般的高速增长，这种快速的经济增长是足以推动股票指数快速上升的，因此对于缺乏投资知识的投资者投资指数基金是有利的。

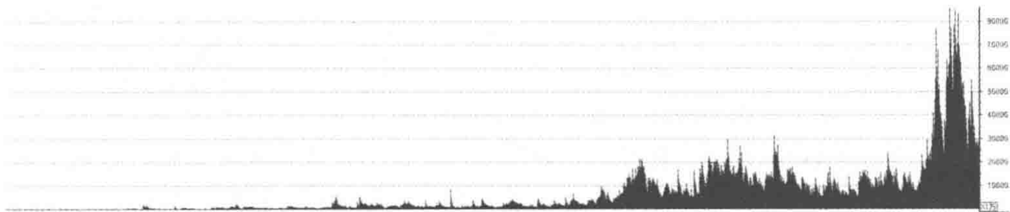


图 7-5　上证指数 1991 年至 2016 年 1 月成交量走势图

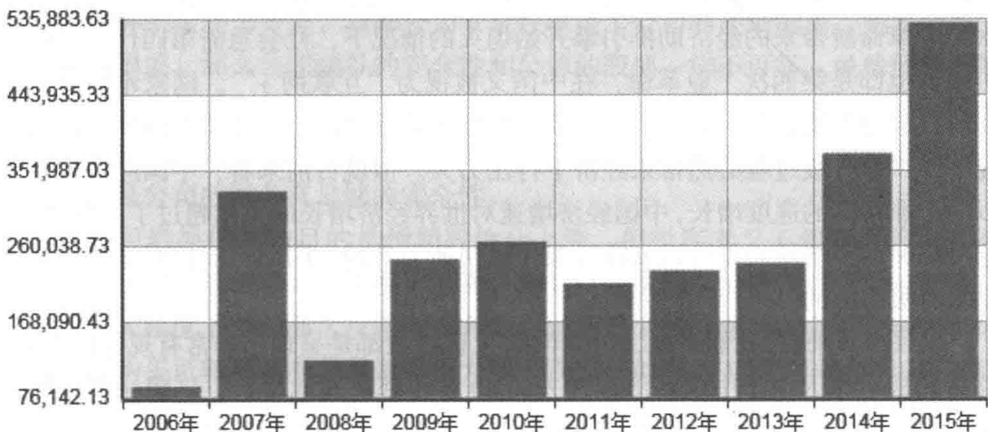


图 7-6　股市市价总值（亿元）

（数据来源：中国国家统计局）

长期来看，只要一个国家的经济增长不停滞，那么投资指数基金通常可以获得大盘指数增长的回报水平。这种回报水平会有多大决定于指数的平均上涨速度有多快，而指数平均上涨的速度有多快，这决定于一个国家的经济增长有多快。改革开放以来，中国经济产生了人类历史上从未有过的高速增长，因此短短 20 多年，上证指数可以从 100 点涨到 3000 点之上已经是了不起的成就。

经济增长的水平决定指数增长的水平，那么又是什么决定经济增长的水平？从历史上来看，经济增长的核心动力在于技术的创新，生产力的不断提高，只有当生产技术不断被提高，那么经济增长的速度就快。例如在古代社会，人均收入翻一番需要 1400 年，而在工业革命以来，技术变迁的速度大大加快，人均收入翻一番只需要几十年就可以做到。技术快速地创新打破了马尔萨斯悲观的人口预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言。一个国家的经济增长能够有多快，主要决定于这个国家生产力提升的速度有多快，如果一个国家的生产效率停止增长，那么这个国家很快就会进入到经济停滞的状态，就会进入日本都留重人所提出的高额群众消费状态。在高额群众消费的社会里，一个国家的生产除了弥补资产的折旧之外再也没有积累，因为也不需要积累，根本原因在于没有利润增长点。假如一个国家的生产力和人口增长停滞，那么经济的增长就会停止，那么也就意味着这个国家的股票指数仅仅是围绕一条水平线打转，那么投资指数基金的意义也将不存在。

从 1978 年改革以来，中国经济高速增长，技术升级速度非常快，因此中国股票指数上升速度一样可以很快。但是进入到 2015 年之后，中国经济进入新常态，GDP 增速开始降下来，那么意味着接下来股票指数的增长速度整体来看也会降下来。而改变这种下降趋势的动力就在于生产力的快速提升，因此李克强总理提出了产业升级、大众创业和万众创新的经济政策，以此来稳增长和保就业。在第三次工业革命所带来的经济助推引擎开始熄火的情况下，社会急需第四代经济增长引擎，也即是第四次工业革命，在中国又被视为“互联网 +”。国家希望新产业能够扛起经济增长的大旗，但是在新产业处于萌芽期而旧产业需要逐步退出的情况下，产业升级过程必然带来经济下行压力大。但就目前来看，中国经济依然是以一个非常高的速度增长，中国经济增速对世界经济增长的贡献超过了三分之一，这种高速的经济增长是可以支撑股票指数快速上升的，因此目前投资指数基金还是很有吸引力的。

从图 7–4 来看，我们发现，20 多年来，上证指数都是呈现出非常有规律的上涨。背后的根本原因在于中国经济在过去的 20 多年都高速地增长，试想一下，如果在过去 20 年中经济大部分时间是衰退的，那么上证指数也不可能出现大幅度向上增长。未来指数还会沿着图 7–4 的这条回归线整体向上吗？尽管中国经济增长的速度开始放缓，但是中国依然是世界经济增长的最大贡献国，中国的经济增长速度依然很高。这就意味着，未来中国的 A 股指数整体还会呈现快速上升的状态，因此投资指数基金依然有利可图。多年以后，当经济增速开始下降，在那样的情况下，只不过指数增长又会是沿着另外一条趋势线缓慢上升，只不过这条线会变得平缓罢了。决定指数上涨趋势线的斜率在于经济增长的速度，而经济增长的速度决定于生产力提升的速度，这也是决定指数基金投资者获利水平的根本因素。如果股票指数增长的速度严重偏离经济增长的速度，速度过快成为泡沫堆积，而速度过慢会形成优质的股票投资机会。但无论哪种情况都只是一时现象，整体来看指数增长和经济增长会是同步的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 节　可转债

可转换债券是一种含权债券，在债券的基础上附有认股权证。投资这类债券既有获得类似股票高收益的潜力，又能保障本金的安全。由于可转债股民可以把债券转换为公司股票，所以如果公司股票大涨，那么债券价格也会随之上涨。但如果股价大幅度下跌，那么债券价格下跌到面值附近通常就会稳定下来，因为如果股民不转股，那么到期之后公司会偿还股民的本金。因此购买可转换债券既能获得类似股票一样的高收益，同时又能获得本金得到保障的安全性。

从债券安全性来考虑，目标公司安全性取决于公司的还债能力，如果公司的还债能力很差，那么公司债券的安全性和公司的股票一样不可靠。虽然债券有第一求偿权，但是要想从资不抵债的公司要回当初借的钱是很难如愿以偿的。因此投资可转换债券的前提条件是投资者的本金至少要有足够的保障，而实现这一条件的前提是公司的财务有足够的安全性。

投资可转换债券的目的是预期股价会上涨，但投资者又不想冒风险，那么就可以购买可转换债券。如果股价上涨，那么可转换债券价格自然会大幅上涨，如果股价大幅度下跌，那么投资者持有债券到期至少能够保证本金不会损失。因此投资者购买可转换债券是规避股价大幅下跌的一种有效工具，同时还可以获得股价大幅度上涨带来的债券价格大涨的收益。例如在当前中国债券市场，可转换债券的价格很少看到有低于 100 元的，因为债券面值都为 100 元，但是债券价格上涨的空间有的时候会非常大。因此当公司经营安全性高，公司偿债能力强，那么投资者在债券面值附近购买可转债是具有很强优势的。例如宝钢集团有限公司 2014 年可转换公司债券从 2015 年到 2016 年中最低价格为 88 元，而债券价格从 2014 年 12 月 25 日的 116.00 元上涨到 2015 年 6 月的最高 233 元，涨幅高达 100.86%。上海电气集团股份有限公司可转换公司债券 2015 年 2 月 17 日的最低价格为 130.34 元，而到 2015 年 6 月最高为 304.85 元，上涨了 133.89%，截至 2016 年 6 月上海电气集团股份有限公司可转换公司债券最低价格为 107.45 元。格力地产股份有限公司可转换公司债券 2015 年初最低为 154.12 元，而到 2016 年 6 月最高为 318.00 元，上涨了 106.33%，截至 2016 年中，该债券最低价格为 114.40 元。这些可转债之所以能够在 2015 年初到 2015 年 6 月大幅度上涨是因为其间股市产生了一轮牛市。2015 年 6 月牛市结束，股票和可转换债券价格都暴跌，但无论价格怎么跌，实际上可转换债券价格很多都能保持在 100 元之上，因此投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者在 100 元附近或者低于 100 元的价格买入可转换债券是有利的。

投资者买入可转债的前提是公司有足够的经营安全性，如果公司遇到严重的财务危机和经营危机，那么可转债无论价格有多低投资者都不应该购买，因为优先偿还权并不能完全保障债券的安全。

债券的安全性可以通过一系列的财务指标来衡量，例如流动比率、速动比率，还有利息保障倍数，等。利息保障倍数指的是利润与利息的比值，利润越是高于公司的利息费用，那么公司债券就越安全。流动比率是公司流动资产与流动负债之比，公司债券要安全，那么这一比值至少要大于 1。而速动比率更为保守，它是速动资产与流动负债的比值，速动资产是流动资产除去变现能力弱一些的存货所得到的结果。只要速动比例大于 1，那么公司基本没太大还债压力。我们得保证公司的流动性资产至少要大于短期债务，公司的现金至少要足够偿还短期债券的利息。例如航天信息股份有限公司在 2015 年的流动比率和速动比率分别为 4.43 倍和 4.15 倍，因此其发行的可转换债券是有足够安全性的。2015 年航天信息的净利润为 21.40 亿元，公司流动资产为 123.82 亿元，其中货币资金为 91.00 亿元，而公司的总负债仅为 49.14 亿元，因此航天信息的债券是有很高安全性的，而且公司经营利润水平也相当稳定。2016 年 7 月 1 日航天信息股份有限公司可转换公司债券的价格为 110 元，偏离面值并不是很远，价格高于面值的 10%，因此如果投资者认为购买航天信息的股票风险大，那么购买其可转债是一种折中的选择。

公司偿还债务的能力要看两点：一是公司有多少债务；二是公司有多少可以偿还债务的东西，它们分别又是什么。通过考察流动比率和速动比率可以衡量公司短期债务的安全性，如果说打算长期持有，那么就不能忽略长期债务的安全性，所以需要考虑总负债。考察公司长期债券安全性就需要考察公司的盈利能力，只有高盈利能力才能保障公司长期债券的安全。如果公司盈利能力很差，那么尽管当前公司并没有还债压力，但随着时间的推移，公司的财务风险会逐步地体现出来，而这种安全优势会逐步消失。等待股价上涨可能是一个漫长、枯燥、乏味的过程，因此做长久和保守的考虑是必要的。长期债券的安全性是由公司的盈利能力决定的，只要公司利润足够高，那么负债高一些问题并不大，因为购买债券的目的不是让公司破产。

投资者购买可转换债券通常不是为了获得利息收入，事实上可转换债券的利息是非常低的。既然投资者有转股的权利，那么相比于普通债券来说利息就要低一些。可转换债券本身就是一种含权债券，投资者获得转股权是要付出低息的代价的。可转换债券含有期权的性质，期权是支付一定的货币取得某种权利而不用履行义务的约定，在可转换债券中，这种期权被镶嵌在债券里面。因此我们获得这种权利是要付出相应的代价，直接体现就是可转换债券的票面利率非常低。例如上海电气集团股份有限公司可转换公司债券的首期利率仅为 0.2%，之后到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2015 年利率也仅为 1.7%。而内蒙古远兴能源股份有限公司 2011 年公司债券利率就高达 8%。到 2016 年为止，公司可转换债券普遍利息都在 2% 附近，而普通企业债券利息普遍却在 5%~8% 的范围。

对于投资者来说，购买可转换债券的目的不是获取利息收益，如果为的是获取利息收益，那么投资者大可以购买普通企业债或者国债。投资可转换债券的目的首先是可以进行避险，可以有效地规避股票价格波动的风险。当股票价格大跌时可转换债券至少不会像股票价格跌幅那么大，投资者甚至可以持有债券到期或者等到公司赎回债券。其次，投资可转换债券变相地投资了股票，因为当股票价格大涨时可转换债券的价格通常也会大涨。例如格力地产股份有限公司可转换公司债券 2015 年初最低为 154.12 元，而到 2016 年 6 月最高为 318.00 元，2016 年 6 月该债券的价格是其面值的 3 倍还多。普通债券是几乎不会达到这样的涨幅的。股票价格上涨一倍，可转换债券的价格通常也会涨一倍，只要转换价格确定，那么可转换债券的价格走势和股票价格走势就会很相似。尽管可转换债券价格波动与相关股票价格波动很相似，但可转换价格通常下跌到债券面值附近就会停下来，而股价可能会有很深的跌幅。这样一来，投资者不光得到了安全的保障，而且还在股票上涨时变相地投资了股票。

投资可转换债券并不是以获取利息为目的，主要是为了可能获得高收益的同时又能起到规避股票价格大跌的作用。如果投资者冲着投资股票的目的来购买可转换债券，那么微薄的利息通常就不是投资者要考虑的。当然投资者甚至可以不考虑买入可转换债券，直接买入股票期权，这样就不用去管利息回报问题。但在期权市场还不是很发达的情况之下购买可转换债券事实上是有很多优势的，特别是在股票市场不景气的时候，投资可转换债券不但保证了本金的安全，同时规避了股票价格大幅下跌的风险，又具备了获取丰厚回报的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 投资回报

第1节 投资回报水平

由于投机有诸多不可取因素的存在，那么投资者应该遵循价格运行的基本道理，以合理的价格购买优质公司的股票。因为如果股价上涨脱离公司“质量”的这个基础，那么上涨是很难维持的。在投资过程中，只有公司的质量足够好、股价足够低，投资者获得的投资回报才可能会高。只有一家公司能够长期维持优越的品质，那么投资者才可能取得持续的高收益。如果一家公司的质量不好，那么尽管公司的股价很低，未来也不会给投资者带来高回报。如果一家公司质量很好而股价又很高，那么投资者会因购买成本过高而导致不能获得足够的收益水平，从而令投资成为一项低效投资。

公司的质量是否足够好，本质上是看公司的利润水平是否足够高。通常一家优质公司只会产生于利润高的行业，夕阳行业中的公司利润水平普遍都比较低。而且高利润行业中的优质公司能够长期维持其优秀的品质，夕阳行业纵使存在闪耀的公司通常也难长久。衡量公司质量的好坏在于衡量公司利润水平的高低，并且需要考察这种利润水平的可维持性。利润水平的高低是一个相对概念，指的是公司获取利润的能力是否比别的企业强。因此衡量利润水平的关键在于找出大部分企业获利的水平，然后只要自己投资公司的利润水平比大部分企业的都高，那么证明公司的质量比其他大部分企业都好。

在实体投资中，资本会从低利润行业中撤出，撤出后的资本会流向高利润行业，这是由资本的逐利性所决定的。当资本从低利润行业中撤出之后，低利润行业的竞争就会减小，生产的商品数量也会下降。在需求曲线不变的情况之下供给曲线就会向左移动，因此商品价格会提升，同时均衡产量相比之前也会有所下降，价格的升高会提升企业的盈利水平。相反，当资本大量涌入高利润行业会加剧行业的竞争，商品的产量也会增加，在需求曲线不变的情况之下供给曲线会向右移动，结果是均衡价格会下降，甚至会出现产能过剩的情形，公司的利润会随着商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品价格的下降而下降。同时由于进入的厂商和资本不断增多，那么对行业相关原材料的需求也会增加，对原材料需求的增加就会推高原材料价格，而原材料价格的上升又会增加企业的经营成本，成本的上升又会降低企业整体的利润水平。因此高利润行业伴随资本的不断流入而使利润水平逐渐下降，而低利润行业因为资本的撤出和竞争的减弱而使利润水平逐渐提高。

在企业利润水平不断变化的过程中，大部分企业经营的利润会向某一个水平收敛，因为利润高的行业会吸引大量的投资商进入，而利润低的行业大家又不愿意经营，因此最后大部分人都会获得相差不大的利润水平，而我把大部分企业能够获得的利润水平视为社会一般投资回报水平。每个行业的公司整体利润水平会围绕社会一般投资回报水平波动，当公司的利润水平低于社会一般投资回报水平，那么相关厂商会逐渐退出，退出的厂商会重新投资高收益水平的行业。厂商的退出会导致原先行业的相关企业竞争压力减小，从而提升其他公司的利润水平。同时进入的行业会导致原有企业竞争加剧而降低相关企业的利润水平，直到他们之间的利润水平向社会一般投资回报水平靠拢，这样大家都能获得正常的利润。因此长期来看，企业利润都会向社会一般投资回报水平收敛。

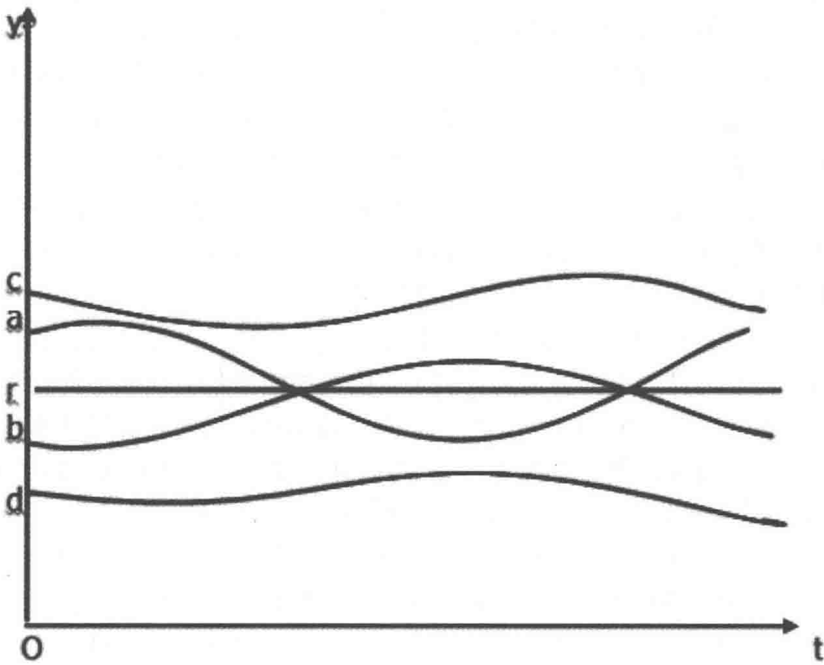


图 8-1　社会一般投资回报水平曲线图

如图 8-1，横轴为时间 t，纵轴（y）为投资回报水平。一开始行业 a 的投资回报水平较高，但是随着资本的大量流入导致行业竞争加剧，产量上升甚至供过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于求导致产能过剩，之后行业利润水平开始下降。相反 b 行业的利润水平相对较低，但是由于资本的撤出导致行业产量水平下降，产能过剩问题逐步得到消化，从而在需求曲线不变的情况之下均衡价格上升均衡产量下降，行业的实体投资回报水平得到提高。从行业 a 和行业 b 来看，资本大量流入 a 行业导致行业一般投资回报水平下降，当行业投资水平下降之后资本开始撤出 a 行业，资本撤出 a 行业之后事实上 a 行业成为了 b 行业的起始状况，从而周而复始。

在资本逐利的影响下，行业一般投资回报水平会呈现出和经济学价值规律一样的变动。当商品价格上升时人们会争相生产高价格和高利润行业的商品，最后导致商品共过于求，之后是价格下降。相反当商品价格下降，生产这种商品利润很低的时候，人们会逐步减少这种商品的生产，于是又会出现供不应求的情况，从而导致价格上升，同时利润也会伴随着价格的提高而上升。但是不管怎样，价格总是在围绕价值做上下波动。正如司马迁在其《货殖列传》里所言："论其有余不足，则知贵贱。贵上极则反贱，贱下极则反贵。贵出如粪土，贱取如珠玉。"这是价值规律在市场经济中起作用的结果。

如图 8-1，用 r 表示社会一般投资回报水平，在一个商品经济发达的地区，很多企业都会获得社会一般投资回报水平的利润。如果企业投资回报水平长期低于社会一般投资回报水平，那么企业就会改行生产其他高利润行业的商品，将资本逐步从低回报行业撤出。从长期来看各行业的很多公司的投资回报水平会逐步向社会一般投资回报水平 r 收敛，当公司获得的投资回报水平在社会一般投资回报水平附近，那么我们认为这家公司获得了社会正常的利润水平。

在一个有效的市场经济中，很多公司都能获得社会一般投资回报水平的利润。长期来看，严重低于社会一般投资回报水平的公司将无法生存，严重高于社会一般投资回报水平的公司将很难维持这一利润水平。

有的公司利润水平会长期维持高于社会一般投资回报水平的利润，就像图 8-1 里的 c 行业一样。维持公司高利润水平的关键因素是公司业务存在很强的准入壁垒，这些壁垒包括地域壁垒、技术壁垒、政策壁垒等等。如果这些行业公司的利润很高，并且存在很高的壁垒，那么尽管其他投资者想进入这一行业也不行，这就导致了这些行业公司的竞争有限，因此可以长期地保持高于社会一般投资回报水平的利润。这样的公司常常会形成垄断，拥有商品的定价权。例如贵州茅台，由于这种酒只能在贵州的茅台镇生产，由于发酵环境和菌种的独特性导致能够生产这种酒的公司极其有限，事实上就贵州茅台一家。茅台镇的土地有限，不可能容纳更多的企业，因此决定了生产这种酒的数量有限，加上酒独特的香味让公司可以获得很高的利润。这种地域壁垒可以让公司长期维持高于社会一般投资回报水平的利润。

凡是能够阻碍其他竞争者进入的因素都会成为公司经营的壁垒，例如经营特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许权、保密技术等等。对于一家企业来说，像茅台一样的地域壁垒可遇而不可求。而公司可选择的地域往往其他公司也能选择，那么就构不成壁垒。文化壁垒同样也是不可求的，如果公司具有某种特殊的民族文化，那么这种文化也能阻止其他竞争者的进入。例如东阿阿胶，阿胶产品事实上其他公司也能生产，但是却不具有阿胶文化，因此这种独有的文化优势也能成为阻碍其他竞争者进入的因素。相比之下，技术壁垒是公司可争取的，只要公司投入足够的人力和财力，那么是可以获得技术壁垒的。当公司拥有某种关键技术之后，也一样能够阻碍其他竞争者的进入，从而使自己在一定时期内通过技术优势而维持高于社会一般投资回报水平的利润。实际上技术优势是比较容易被打破的，首先公司投入研发取得某种技术之后专利的保护期是有限的，专利保护期长的也就 20 年的保护期。因此公司通过发明获取专利所形成的技术壁垒所能维持的时间通常有限，如果公司获得高于社会一般投资回报水平的利润主要来自于某项核心技术，那么当专利保护期过后竞争就会增加，从而导致公司不能长期维持高于社会一般投资回报水平的利润。另外如果公司不申请专利，把研发而得的技术作为一种秘密技术，但如果公司不申请专利就会缺乏保护，也容易造成公司的技术被抄袭从而导致公司的技术壁垒减弱。如果公司不申请专利，那么其他商家只需要购买公司的产品，然后经过拆解很容易就能生产出相同或者类似的产品来，这样公司付出了研发成本却不能获得技术壁垒。因此对于自己可以争取的技术壁垒是很难长久的，如果公司要想长久地维持技术优势，那么只有不断地做新的研发。与技术壁垒类似的是经营特权，经营特权的取得通常也需要付出一定的成本，但这种经营特许权通常普遍都有时间的限制，不会像地域壁垒和文化壁垒一样长久。

壁垒可以维持公司获取高于社会一般投资回报水平的利润，但与长期高于社会一般投资回报水平的 c 行业相反的是长期低于社会一般投资回报水平的 d 行业。从经济利益的角度来看 d 行业中的企业是不会存在的，因为企业连一般的投资回报水平都不能获得，那么时间久了就不会有人愿意去干。但在现实中一样存在这样的企业，例如一些提供公共产品的企业。这样的企业通常受到政府的控制，企业可能并不以盈利为目的，更多为了体现政府的职能和责任而生产公共产品，增进社会福利。这类企业甚至经常发生亏损，需要靠政府的补贴才能生存。例如国防工业产品，如果没有政府的支持，这样的企业将很难生存的。例如政府出资修建的免费公园、公益类图书馆基本上是不赚钱的，还有一些提供公共产品的公司例如公交车公司、地铁公司等利润都是很低的。

投资者可以用社会一般投资回报水平来衡量自己投资的公司是不是一家优质的企业。当我们的投资高于这个水平，那么证明我们的投资是有效的，当我们的投资回报低于这个水平，可以认为投资是无效的。

基于资本的逐利性，哪里的利润丰厚，资本就会流向哪里。资本会从无效、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低效的投资领域流向高回报的领域。因此对于投资者来说，如果投资的企业利润水平降低，而且这种降低已经很难得到改变，那么就应该卖出相关公司的股票，投资其他利润水平更高的企业。因此高利润行业也不可能是一成不变的，改革开放以来，中国经历了房地产投资热，经历了互联网科技投资热。在行业利润不断更迭的过程中，投资者如果要想长期维持获得高于社会一般投资回报水平的利润，那么投资者应该投资业务壁垒性强的公司。

第 2 节　好公司

在投资的过程中投资者首先寻找回报率高的行业，投资回报率高的行业给行业里的公司提供了良好的经营环境。如果经营环境并不好，那么其中优秀的公司或多或少地会受到行业经营环境的影响。我们可以看出不同行业利润水平事实上差别是相当大的，例如医药行业利润普遍高于纺织业或者家用产品制造行业。基于对死亡的恐惧，生重病的人砸锅卖铁也会去医院看病。高利润来自于人们对某种产品的偏爱或者依赖，并且生产相关产品的企业有限。

上市的公司很多，但实际上好公司的数量很有限。例如 2015 年，近 5 成的上市公司利润不足 1 亿元，实际上大部分利润都是往少数优质公司集中。因此无论未来上市公司数量有多庞大，实际上值得投资的优秀公司是相当有限的。投资某家公司股票的底线是公司经营利润水平至少要高于社会一般投资回报水平，社会一般投资回报率是投资的底线，如果低于这一水平那么就视为投资是失败的。

通过查询上市公司财报，对比各行业的整体盈利能力来发现高回报的行业和高回报的公司。通过这样的方式通常会发现同一行业公司整体的盈利水平会比较相似，例如银行业、地产业、证券业等等，这些公司的盈利能力都会显得相当类似。例如 2014 年银行业的资产净利率都接近于息差，普遍在 2%~3% 这样的范围，地产业的资产净利率普遍在 3%~6% 这样的水平。在同一个行业中如果某一个商家改善了经营技巧，那么其他商家也会很快效仿赶上，第一家改进经营管理技巧的会形成正的外部效应。假如某个商家突然将产品大幅降价，那么同行的其他商家也会效仿。因此行业里的公司会存在相当强的联动性，通过公司间激烈的竞争会使同类公司大部分盈利水平大体相近。但有个别的公司会体现出非常不同的利润水平，这些公司是具有很强业务壁垒的公司，例如贵州茅台的利润水平会比同行业其他公司的利润水平高出许多。尽管同行业中众多公司经营的项目有着相当多的相似性，但是每家公司的经营情况和企业文化并不相同，因此必然体现出个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体差异。在同一个行业中也许某家公司有着有别于其他公司的优势技术或者专利，从而导致公司的盈利水平高于同行业。相反，如果一家公司的地理位置或者技术水平处于劣势导致不能很好地与同行竞争，这都可能导致公司的盈利水平不如同行业的其他公司。而我们要选择的就是具有行业特别优势的企业进行投资。对于投资者来说，应该选择那些能够长期维持比一般利润水平还高的公司进行投资，而这种公司往往都具有很强的经营壁垒。

第3节 资金流动

与直接开办企业相比，金融资本的投资具有更多的灵活性。对于开办工厂来说，如果因为行业因素导致企业进入不利的经营局面，那么企业资本撤出难度将会比金融资本大出许多。厂商很难立刻把生产衣服的机器设备用来生产电脑，很多固定资产的撤出需要相当长的时间。但是对于金融资本来说，假如发现投资的公司利润水平正在下降，而且这种下降是很难恢复的，那么大不了卖出股票就可以了。

自己开办公司可以发展自己想要的经营模式，得到自己最想要的结果，让自己的经营理念和思想通过公司机构而得到表达。但是购买股票不一样，如果购买的股票数量不足以影响公司的决策，那么自己的经营思想几乎不可能通过这家公司得到表达。

产业资本在转移过程中，通常政策、技术等因素会影响资本的流动。例如一个新兴的行业，如果我们要对其投资的话需要花很多的时间去了解相关的新知识和发展情况。同时新兴的行业会存在很多新兴的技术，而技术本身就是一个壁垒，它会阻挡想进入这个行业而又不懂相关技术的人。购买相关公司的股票也是一样，假如我们不能很好地理解这个行业或者相关的公司，那么我们就很难对其进行投资，因为在不了解公司和行业情况下做投资必然要冒很大风险。因此尽管新兴行业的利润很高，但是出于规避风险的原因，很多资金的进入还是会比较谨慎的。公司的未知因素太多会阻挡资金的流入。相反，如果一家公司是大家都熟知的，那么资本的进入就会容易得多。

各种经营壁垒会阻碍产业资本的流动，除技术壁垒外，地理与政策同样也会阻碍资金的自由流动。例如很多国有企业，民间资本进入这些行业是相当困难的。因此例如中国石油、中国石化、中国兵器集团、中国电网等等，都是有很强的垄断性。由于政策限制民间资本的流入，于是把想进入这些行业的资金阻挡在外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术壁垒对于开办实体企业来说是一种阻碍，因为没有技术就很难获得成功。但是对于投资一家公司的股票来说却是一种优势，因为购买这样公司的股票就等于拥有了技术壁垒的一部分。而且高利润的公司通常出现在有技术壁垒或者具有其他壁垒的公司中，这样的公司生产的产品通常具有更高的稀缺性，公司也因此容易获得产品定价权，这为获取高利润创造了条件。购买这样公司的股票就占有了获得垄断利润的优势，但对投资开办这样的企业却是种阻碍。因此具有壁垒性的公司容易长期维持高于社会一般投资回报水平的利润，而投资者可以通过购买其股票分享其垄断利润。例如贵州茅台，由于只有在茅台镇才能生产出这种品质优良的酒，这样的酒在其他地方并不可复制。由于公司优良的地域壁垒从而稳定地推动股价上涨，贵州茅台股价经过复权处理之后，股价从 2003 年的 22 元涨到了 2016 年的最高价 1741 元，涨幅高达 7813.6%，对于这种壁垒性强的公司往往能够给投资者带来优质的投资回报。

在公司生产经营过程中如果利润水平严重低于社会一般投资回报水平，那么公司自然要寻求转型升级。但转型是有成本的，在转型过程中需要了解新知识，要接受新的生产模式。如果公司转型所带来的收益大于转型的成本，那么公司的资本就应该穿越阻碍投资到利润更好的行业。如果公司资本流入新行业所带来的利润不足以弥补转型的成本，那么尽管公司的利润水平低于社会一般投资回报水平也不会转型。而对于股民来说，如果公司业绩足够好，那么就去购买公司股票；如果公司业绩出现不可逆转的向下，那么大不了卖出公司股票就是了。所以在资金流动上投资股票是很有优势的。

第 4 节　衡量投资回报

由于政策、技术、地理等壁垒的存在会阻碍资金的自由流动，因此每个企业的利润水平不可能出现高度统一的情况，不同企业的利润水平会存在相当大的差距，但是从整体来看大多数企业都会获得社会一般投资回报水平附近的利润。如果企业利润水平变得非常离散，那么就会违背资本追逐高利润的社会规律，人们开办企业不可能认为高利润和低利润并无区别。因此资本的逐利性会让企业的利润向社会一般投资回报水平收敛。资本会选择进入高回报行业，撤出低回报行业，通过这样的运动带动资源从无效或者低效的行业流向高回报行业。同时这样的运动导致竞争激烈程度发生改变，高回报行业的竞争会随着资本的流入而变得激烈，而低回报行业的竞争则会因资本的退出而得到减小。从而压低高回报行业的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报水平，抬高低回报行业的投资回报水平，使之向社会一般投资回报水平靠拢。企业家让自己投资的企业回报水平和社会一般投资回报水平进行比较，高于这一水平那么就取得了高额投资回报，低于这一水平那么就是无效投资。

资本的流动代表着资源的流动，而资本本身就是一种资源。那么投入资本资源就应该取得投资回报，进行投资的目的就是获得高于社会一般投资回报水平的利润。

*** 资产净利率 ***

衡量一家企业经营业绩水平是否高出社会一般投资回报水平的前提条件是要对企业经营业绩进行量化。一年中公司之所以取得利润是因为公司投入了人力和物力等资源，利润是投入生产资料的结果。一家公司可提供生产的资源是公司的总资产，得到的回报是净利润。因此公司的资产净利率可以很好地衡量企业的投资回报水平，投入资产是因，获得利润是果，所以资产净利率就可以很好地衡量这种回报率的高低。

资产净利率公式：

资产净利率 = 净利润 / 总资产

在资本逐利性的影响下，企业的利润水平会向社会一般投资回报水平收敛，大部分企业会获得社会一般投资回报水平的正常利润。因此衡量投资一个公司是否是有效的投资可以看公司的资产净利率是否能长期维持在一个很高的水平，考察公司的资产净利率是否在社会一般投资回报水平之上。

优秀的公司能够通过对总资产的运作获得高于社会一般投资回报水平的利润，所以可以用资产净利率衡量企业的投资回报水平和对资源的利用效率，假如计算出所有企业的资产净利率，那么就能衡量哪些企业投资回报水平高，哪些企业投资回报水平低，并且能够计算出企业利润率收敛的中心。投资者可以通过考察上市公司资产净利率的分布情况，然后寻找到大部分公司获得的资产净利率范围是多少，那些长期获得远高于这个范围的利润的公司就是优质投资标的。为了使衡量企业利润水平的方法变得简单，在此我们先不考虑负债问题。

如图 8-2，y 轴为投资回报水平，假设 c、a、b、d 为 4 家不同的公司，r 为社会一般投资回报水平。对于企业来说，可以把投资回报水平视为资产净利率，因此我们需要选择的投资标的就是 c 公司。因为 c 公司的资产净利率高于社会一般投资回报水平 r，而且公司能长期保持这一利润水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

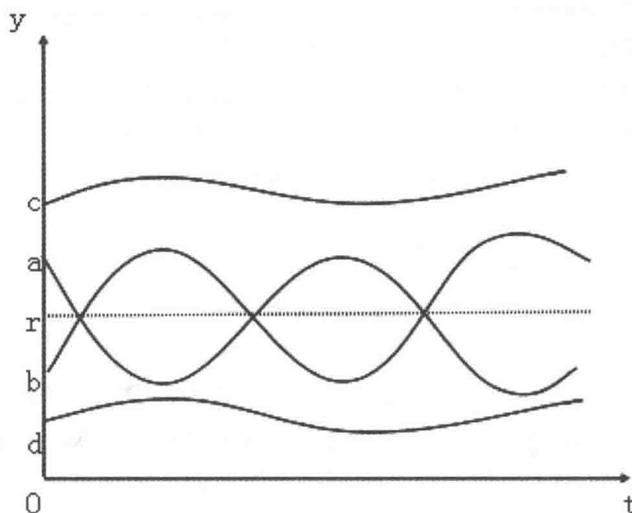


图 8-2　公司一般投资回报水平曲线图

*** 金融资本的回报率 ***

把资产净利率作为衡量企业投资回报水平的指标，那么衡量企业投资的有效性是看资产净利率是否高于社会一般投资回报水平 r。因此现在关键是对社会一般投资回报水平进行考察。

把社会资本分为两部分，一部分是实体投资的资本，另一部分是金融资本，金融资本主要用于放贷以及进行金融投资的货币资金。对于出借货币资金者来说，利息是出借资金的利润，对于借款者来说利息是资金使用的成本。对于进行实体投资的企业家来说，企业家投入了资产，最后取得了净利润，当取得的净利润与总资产的比值也即是当资产净利率大于利息，那么他们就会选择借入资金进行扩大生产，因为增加负债有利于利润的增加，公司通过拿借来的钱去进行投资获得的利润是高过资金使用的成本的。相反假如公司的资产净利率低于市场利率，那么企业将不会借钱，因为借入资本扩大生产所得的利润不足以偿还利息。因此长期来看利率也会向社会一般投资回报水平靠拢，整体来看贷款的收益率应该也要等于企业投资的收益率。

对于一个经济体来说，企业的投资回报水平会向某一个值收敛。而这一个数值可以用市场利率水平来衡量，如果社会一般投资回报水平过高，为了扩张投资，那么企业对资金的需求就会增加。对资金过量的需求必然导致货币资金供不应求，从而拉高市场利率，直到利率水平等于社会一般投资回报水平。相反，当社会一般投资回报水平很低，而市场利率很高时，那么企业家们就会减少生产，从而降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低对货币资金的需求。货币资金的供过于求会压低市场利率，直到利率水平接近于社会一般投资回报水平。因此社会一般投资回报水平必然和市场利息保持大体相同。因此当社会一般投资回报水平和市场利率产生的偏差过大必然导致货币市场供求平衡的变化，当货币市场供求平衡时所决定的利率应该和社会一般投资回报水平大体相当。因此我们可以视社会一般投资回报水平 r 等于市场利率，如果不等的话就会导致市场货币需求曲线发生移动。

货币需求函数：

$$L=L_1+L_2=L_1(y)+L_2(r)=ky-hr$$

L 为市场货币的总需求。L_1 视为交易动机和谨慎动机需要的货币量，主要用于正常的交易活动，支付日常开支。交易动机货币的需求量决定于收入情况，收入越高，那么交易量就越大。谨慎动机是为了预防意外支出而持有一部分货币的动机，例如为应付突发事件、生病、失业等而持有的货币数量。这两部分货币与收入成正比，用 ky 来表示，y 代表收入。L_2 代表投机动机需要的货币量，指人们为了购买有价证券而需要的货币量。例如投资债券，当债券利率很高或者价格很低时，人们认为债券的收益率很高，于是会增加投资债券的货币数量，从而导致投机动机而持有的货币 L_2 减少。相反当债券的价格很高，收益率很低，那么人们认为债券价格会下跌，不愿意持有这种低收益的投资品，那么人们就会卖出债券从而增加投机性货币 L_2 的持有量。同理，当债券利率很高，价格很低，因此收益率就会很高，那么实体投资的企业宁愿将资产变现，进行购买债券或者放贷，减少货币的持有。当债券价格很高，利息很低企业资产净利率很高时，企业更愿意发行债券筹集资金或者借钱扩大生产。直到企业资产净利率与利率达到相差不大为止，所以说可以把利率视为社会一般投资回报水平。

如下图：

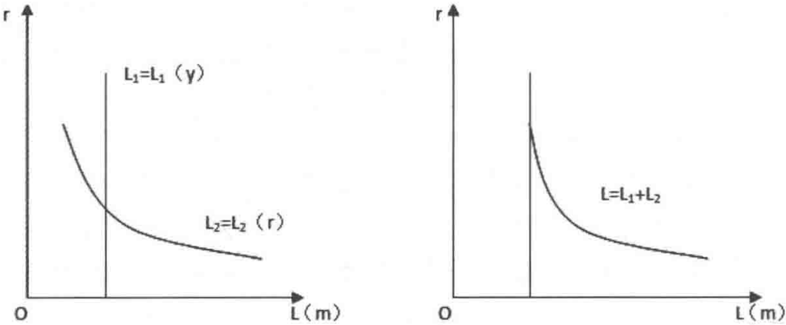


图 8-3　货币需求曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

L_1垂直于横轴是因为这部分货币资金与收入有关，但并不是利率的函数。由图 8–3（b）中可以看到，当收入提高时，L_1会向右移动，若利率不变，那么货币的需求量会增加。

单独来考虑货币市场，当货币供给增加，例如央行增发货币会导致利率下降。相反，当货币供给一定时，当需求增加时会显得货币供不应求，从而导致利率上升。至少短期来看货币供应量的变化会影响利率，但长期来看利率的变化是受社会一般投资回报水平的影响。如果一个国家社会一般投资回报水平为 0，那么不管货币供应量有多少，企业也不会借钱投资，人们也不会储蓄，因为这不能增加未来的收益。如果是这样，那么利率就会为 0，货币供应量的增加只会导致物价上涨。但事实上在一个稳定的市场经济体里，短期来看可以视货币的供给量是一定的。因此货币的需求量决定了利率的水平，假设货币的供给量为 M，则货币的供需曲线如下图：

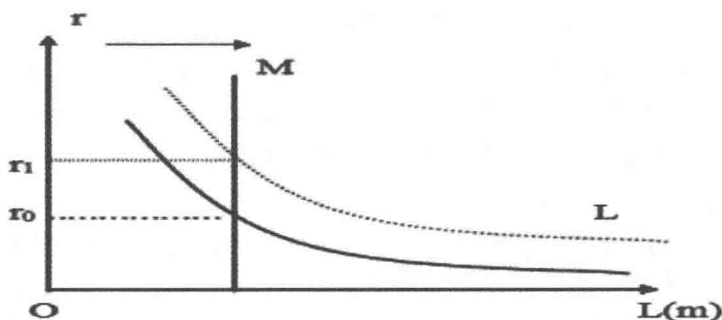


图 8–4　货币供给和需求曲线

当货币的供给一定时，那么利率的高低就决定于货币的需求曲线，如图 8–4，货币需求曲线和供给曲线的交叉点 r_0 就是货币供给和需求达到平衡时的利率水平，而这一水平大体等于社会一般投资回报水平。当市场变得资本稀缺，市场对资金的需求增大，于是货币需求曲线就会向右移动，从而提高市场利率。当货币需求曲线向右移动之后，利率水平就会从 r_0 提升到 r_1。而利率之所以上升，资本之所以显得稀缺，这是因为企业投资收益水平高所导致的结果，因为只有投资收益高，企业才愿意贷款，企业愿意贷款，资本才会稀缺。

只有当企业经营利润水平大于利率时，企业才会增加借款扩大生产。当社会一般投资回报水平高于 r_0 时，大量的货币资金就会进入实体企业，大量企业会增发债券扩大生产，或者增加向银行的借款。相反，当社会一般投资回报水平低于 r_0 时，大量企业会缩小生产规模，降低负债水平。因为这时资金的使用成本显得更高，借钱扩大生产无利可图，理性的选择就是降低杠杆。同时还会减少货币资产的持有，把资金借贷出去。这样企业货币资金的需求减少，必然压低市场的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率水平，让货币需求曲线向左移动，使市场利率降低到和社会一般投资回报水平相当的水平。

投资者投资的公司利润水平应该高于社会一般投资回报水平，企业的利润水平可以用资产净利率来衡量。总资产是公司投入生产的资源，净利润是投入资源生产之后的结果，资产净利率就是企业的投资回报率。而长期来看，市场利率水平可以反映社会一般投资回报水平。因此投资一家好的公司就是投资公司长期资产净利率远高于市场利率的公司，只有当公司的资产净利率水平长期高于社会一般投资回报水平，那么投资者才能长期取得高于一般投资回报的收益。用市场利率来衡量社会一般投资回报水平。

长期来看，社会一般投资回报水平 r 会等于货币市场均衡状态下的市场利率水平，假设市场利率水平等于 r_0。在一个经济体中，企业通常都能获得社会一般投资回报水平的利润，因此这样利润水平的企业数量庞大，以至于可以代表这一个国家和地区企业经营的利润水平。例如市场利率为 7%，在利率能大体反映社会一般投资回报水平的情况下，那么资产净利率严重低于 7% 的企业是并不能获得正常利润水平的企业。而投资者投资的目标资产是公司的资产净利率长期都能维持在 7% 以上，或者在其他时期公司的资产净利率都明显高于市场利率，那么投资者就有可能获得比别人高得多的投资回报。

货币市场平衡时的利息水平 r_0 主要是由货币的供给和需求来决定的，而社会一般投资回报水平主要表示的是企业在正常经营的情况下获得的利润水平。就短期来看，货币市场的供求发生变化会导致利率出现波动，虽然有时候利率波动会导致利率过多偏离社会一般投资回报水平，但这种偏离并不会长久。例如当央行过量地增发货币会导致货币的供给增加，货币的供给增加必然导致供给曲线向右移动，从而导致利率会下降。当过度的货币供应发生，人们或感觉到实际工资正在下降，货币的购买力下降，物价上涨，因此工人必然要求涨工资，市场交易需要更多的货币。从而导致利率回到货币增发前的水平，货币过量供给长期来看造成了通货膨胀和物价上涨，而社会一般投资回报水平和利率水平是由一个国家的经济情况决定的。利率反映资本的稀缺程度，并不是因为多印刷货币就能增加社会的资本，社会资本的增加是需要不断地积累。因此就算货币市场出现不平衡，但是长期来看利率还是会反映社会一般投资回报水平的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 节　市场利率

市场利率是市场资金借贷成本的真实反映，能够及时反映短期市场利率的指标有银行间同业拆借利率、国债回购利率等。市场利率是由资金市场上供求关系决定的利率，因资金市场上的供求关系变化而变化。信贷资金的供给与需求相等的点所决定的利率为均衡利率。而均衡利率的高低要由社会一般投资回报水平来决定，在一个市场中，信贷资金供给短期是一定的，那么利率主要决定于资金需求。只有当社会一般投资回报水平很高，对信贷资金的需求旺盛，那么利率水平才会很高。

在纸上我们可以很容易地画出货币市场的供需曲线，在它们的交叉点找到均衡利率，但是在现实生活中是没有谁知道均衡利率到底是多少的。我们经常说利率，但很多时候指的是官定利率，但这也不是市场利率。利率是资金的成本，不同的企业和不同的借款者付出的资金成本都是不一样的，那么到底哪一个才是市场利率这谁也分不清。光一个市场上存在的利率就有很多种，因此很难准确地对市场利率进行确定，有鉴于此，我们通常只能大体寻找出市场利率的范围。

既然市场利率没法确知，那么投资者只能通过考察借款量大的利率来衡量资金的使用成本，考察大部分企业取得资金成本的利率范围大概是多少。这样只要投资者投资的公司资产净利率水平远高于这一范围，那么投资者是可以获得高于社会一般投资回报水平的投资回报的。2014 年，好些企业选择发行债券筹集资金，对于 3A 级债券的发债利率很多在 5% 到 8%，对于政府发行的国债利率大概在 4% 左右，对于银行贷款的利率是在 6% 附近，这一利率水平与企业发行债券的利率水平相当相似。而在 2015 年 10 月经调整后银行贷款基准利率为 4.60%。从企业取得的资金成本来看大概在 4%~8% 之间，那么对于投资者来说，如果公司的资产净利率远高于 8%，那么这家公司经营获得的利润水平是可以超过社会上大部分公司的，同时也会成为一家值得投资的公司。因为社会上大部分公司经营获得的利润率水平和利率高低相当，如果大部分公司利润率高于利率，那么大家都会借钱扩大经营，而对资金需求的增加又会拉高利率。如果大部分企业经营的利润率低于利率，那么大家就会缩减投资，甚至把资金贷出去，那么由于市场对资金的需求少必然会使利率下降。因此如果一家公司的资产净利率大幅度地高于市场利率，那么这家公司很可能是非常值得投资的。例如贵州茅台 2014 年资产净利率高达 29.34%，这一水平是明显高于社会一般投资回报水平的，公司经营的业绩明显可以击败社会大部分企业，因此贵州茅台是一家非常值得投资的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在考察利率水平的时候主要考察的方向是企业利用资金的成本，因为目的是为了衡量社会一般投资回报水平。因此投资者需要有一定的甄别能力，因为市场上还存在很多种类的利率。尤其是刚兴起的互联网金融，网贷公司让贷款利率种类繁多，例如很多网贷公司都说三分利，那么年化利率就高达 36%。有的网贷公司贷款利率可高达高达 50% 以上。因此市场上资金的利率差别如此巨大，2015 年 1 天国债逆回购利率大概在 2% 附近，从国债 0213 利率为 2.6% 到网贷公司或者民间高达 50% 的利率来看，高低相差了 19 倍。除了贷款利率之外，很多银行理财产品的收益率也能达到 4%~8%。

市场中的利率非常多，但为了衡量社会一般投资回报水平的利润，那么只能选取与企业相关的利率水平。企业是资金的需求方，银行或者投资者是资金的供给方。对于企业来说，资金来源主要有三种，一种是向银行借款，另外一种是发行债券，第三种就是发行股票。为了很好地考察企业资金的成本，那么我们可以主要考察第一和第二种情况。银行贷款利率与企业债券的票面利率不会相差很大，如果存在严重偏差，那么企业会选择利率低的融资方式进行融资，直到两种融资方式成本接近为止。人们借钱都希望以最低的成本取得资金，那么就会导致最后大家取得的资金成本差别不会很大。但实际上市场上的利率差别是很大的，每个人或者企业取得贷款的成本不一样的很大原因是他们贷款条件不同。还款能力强信誉好的企业获得贷款的成本会低一些，而还款能力差的个人或者企业取得贷款的成本就会高一些，取得资金成本高出一般成本的部分就是对风险的补偿。市场利率指的是在还款能力正常情况下，由资金供需所决定的均衡利率。而那些因为还款能力差而不得不接受的高利率水平本身就是不正常的利率水平，是不可以用来衡量社会一般投资回报水平的。在社会上通常信贷资金的来源是银行，而且银行贷出的资金量也非常庞大，所以通过银行贷款利率来反映社会一般投资回报水平显得会较为合理。例如在 2016 年 8 月 23 日，中国 20 家上市银行的总资产为 125.73 万亿元，假设资产中有 50% 是用于贷款，那么规模是非常大的。在 2016 年 8 月份，中国的 M0、M1 和 M2 分别为 6.35 万亿、45.45 万亿和 151.10 万亿元，可见这 20 家上市银行的总资产除了低于中国的 M2 之外比 M1 和 M0 都还要高出许多，而在银行资产中大部分都是现金或者类现金类资产，例如中国银行固定资产仅为 1.08%。从资产规模上来看，银行集中了社会大量的储蓄，而企业的贷款资金也主要来自于银行，因此通过贷款利率来衡量社会一般投资回报水平较为合理。

对于银行来说，由于受到央行的管控力度较大，贷款利率会受到央行发布的基准利率限制。但在市场经济的大环境中央行是不可以随意调节利率的，如果央行故意把利率调得很高，那么在企业不愿意贷款的情况下很多资金会贷不出去，而储户的资金是要支付利息成本的，因此央行也不能随意地调高利率。如果央行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随意地不合理降低利率，那么企业贷款的需求就会快速增加，那么银行可供借贷的资金就会不足，很多企业就会贷不到资金，那么很可能会导致信贷配给。另外如果不合理降低利率，银行为了获利也只好同样降低存款利率。如果存款利率很低，那么储户就不愿意存钱，而储户不愿意存钱又会导致贷款资源不足。因此在市场经济高度发达的情况下，通常央行制定的利率水平不会偏离合理水平太远。

在一套贷款规章制度的约束下，对于只要符合贷款条件的企业来说，不管是优质企业还是次优企业它们从银行获得的贷款资源所付出的资金成本差别都不会太大。对于银行来说，出于对贷款资产安全性的考虑，银行会对需要贷款企业进行严格地考核，确保贷款企业有能力按期偿还。因此到银行贷款要么需要具有足够强的还款能力，要么有足够多的抵押资产。所以能够从银行获得贷款的企业通常都是还款能力较强的企业，而对于这些还款能力较强的企业如果在债券市场上发行债券，那么债券的票面利率和银行的贷款利率不会相差太大，否则这些企业会选择资金成本较低的融资方式。而那些被银行拒绝的企业并不代表在市场上融不到资金，因为只要他们愿意支付足够吸引投资者的利率，那么依然可以融到资金。因此，对于很多资信良好的企业，它们可以在债券市场或者银行以差别不会很大的利率成本融到所需的资金，而这一利率水平大体可以反映出市场均衡利率水平和社会一般投资回报水平。但是对于还款能力较差的企业来说获得资金通常付出的成本会高一些，高出市场均衡利率的部分就是对风险进行补偿。而对于那些高得不正常的利率投资者是不可以用来衡量社会一般投资回报水平的。

企业发行的债券和借款的利率更能显示出市场对资金需求的情况，因为企业就是市场经济体的细胞。相对于政府发行的债券来说，由于政府债券历来被视为信用最为良好的债券，因此利率相当低。而且政府更多的是服务性机构，发行的债券利率并不能很好地体现出企业对资金的需求水平，因此国债利率并不能很好地体现社会一般投资回报水平的利润，尽管它们偏差不会非常大。

当利率水平由市场来决定时，利率更能正确显示出资金的稀缺程度。经济波动通常会导致市场利率的大幅波动，而在现代经济学里政府有稳定经济之责，因此政府会把利率作为稳定经济的工具。当政府把利率作为一种调节工具使用的时候，利率和政治目的或多或少就会发生关系。政府中最高权力的行使者在使用利率工具时或多或少会受个人主观意愿的影响，有时施政方向可能需要扭曲利率工具才能达到，那么他就会扭曲利率。例如在计划经济时代一些发展中国家为了优先发展重工业，从而导致利率严重扭曲。

只有当利率是由市场来进行决定的时候才能显示出资金的稀缺程度，也才能通过市场利率来反映社会的一般投资回报水平。企业可以向银行借款，也可以选择发行债券募集资金。无论何种方式，只要企业愿意追加投资，那么证明公司经营的利润水平比利息成本还高，选择衡量社会一般投资回报水平的利率指的是企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业获取资金的成本，而不是其他的利率。例如企业借款的资金成本在6%~8%附近，那么当公司资产净利率远高于这一水平就是一家经营利润水平高的公司。而对于一些其他的利率，例如36%的互联网借贷或者一些民间借贷是不足以用来衡量社会一般回报水平的。另外企业借款的利率指的是企业正常借款的利率，如果公司存在严重的经营风险，为了能够继续经营而接受的高利贷利率也一样不能反映社会一般投资回报水平的高低。因此能反映社会一般投资回报水平的利率是企业在具有正常还款能力的前提下获取资金的成本。

第6节 企业利润水平分布

在一个经济体中，企业在正常经营和管理的情况下一般都能获得社会一般投资回报水平的回报。少数拥有壁垒的企业会获得高于社会一般投资回报水平的利润，少数企业因为处在传统行业不能及时更新生产技术而导致企业长期低效率运作。但从长期来看，根据资本的逐利性，大量企业的利润率水平会向社会一般投资回报水平收敛。也就是说获得社会一般投资回报水平附近的企业数量很多。因此把所有企业作为样本空间对其进行抽样调查，企业的资产净利率应该服从正态分布，这和学生的考试成绩还有人体的身高体重分布是一样的。

由于企业在正常的经营情况下利润水平会向社会一般投资回报水平收敛，所以企业的资产净利率应该呈现正态分布。

正态分布公式：

$$f(x)=\frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma}\exp^{(-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2})}$$

如下图：

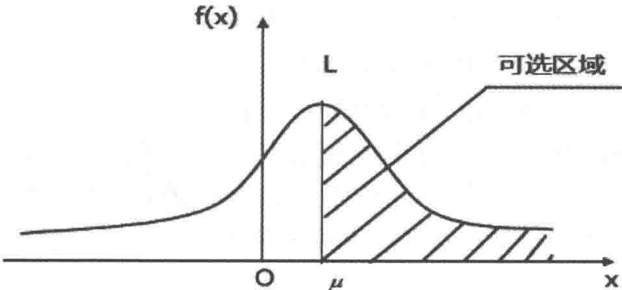


图8–5 企业资产净利率正态分布图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 8-5，可以将 μ 轴处的利润水平视为社会一般投资回报水平，因为大量企业都能获得 μ 轴处的利润水平。

因此：

$$\mu = r$$

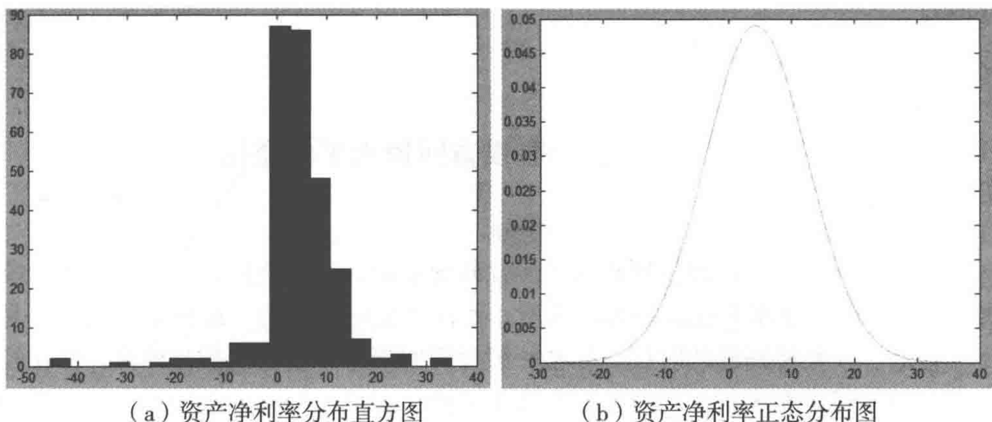
对于股民来说，在股票投资中，理想的选择标的是公司资产净利率长期高于社会一般投资回报水平的企业，也就是说要选择正态分布曲线右边的公司。正态分布曲线右边公司的资产净利率高于社会一般投资回报水平，也高于市场均衡利率。例如 2015 年 10 月中国市场贷款利率基准利率为 4.35%，那么中国股民投资的底线是公司的资产净利率高于 4.35%。相比于社会一般投资回报水平来说，利率的波动更不稳定，国债回购利率时刻都在发生改变。因此股民要想让获得高于社会一般投资回报水平的公司变得可靠，那么公司资产净利率最好远离市场利率，例如投资的公司资产净利率是利率 3 倍以上的公司。在企业资产净利率正态分布曲线中，公司所在的位置越是靠右越好，公司的资产净利率水平越是稳定越好。而曲线左边的公司资产净利率低于社会一般投资回报水平，甚至处于亏损的状态，因此投资者要尽可能地在企业资产净利率分布曲线中选择靠右并且资产净利率比较稳定的公司进行投资。例如贷款基准利率为 4.35%，而公司资产净利率却高达 15% 以上，而且利润水平是较为稳定了，那么可以证明公司业绩是相当好的。

资产净利率分布曲线会随着经济的波动发生移动，当企业整体经营利润水平上升，那么曲线就会右移，反之则左移。但无论社会一般利润水平如何移动，要获取高于社会一般投资回报水平的利润那么就应该选择位于曲线右边的公司进行投资，曲线左边的公司相对较多的是低效和亏损的企业。

不同的公司具有不同的利润水平，有的公司因为拥有壁垒所以能够长期拥有高于社会一般投资回报水平的利润，有的公司属于普通企业，只能获得社会一般投资回报水平的收益；有的公司因为经营不善和经营环境的恶化而使利润水平长期处于社会一般投资回报水平之下。

为衡量我国社会一般投资回报水平，把 A 股市场 2014 年所有的上市公司作为样本空间，从中抽取出 281 家上市公司作为标的，计算这些公司 2014 年的资产净利率水平。总资产为 2013 年末总资产，净利润为 2014 年末净利润。因为 2014 年末的净利润可以视为是公司 2013 年末投入总资产的结果。利用 MATLAB 进行数据处理得到 2014 年中国样本 A 股的平均资产净利率为 4.46%，标准差为 8.14，平均资产净利率相比于 2014 年 11 月 21 日的贷款基准利率 6.00% 略低，但是到 2015 年 10 月 23 日，贷款基准利率下调为 4.35%，这就和 2014 年上市公司的平均资产净利率相差不大。

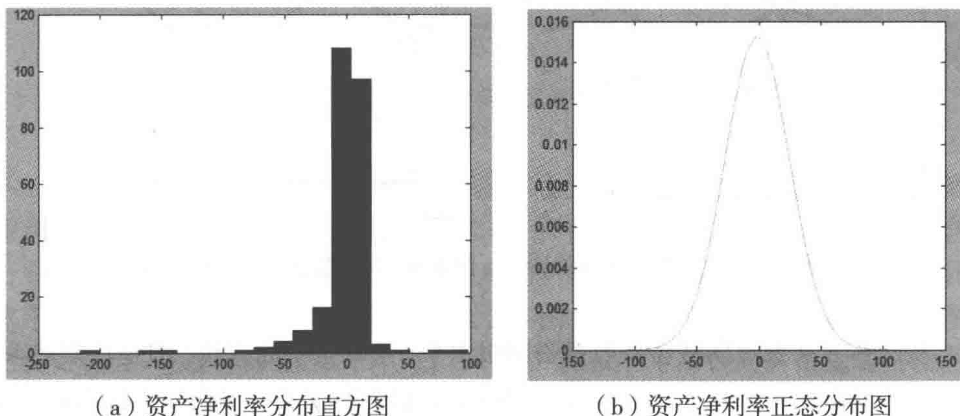
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（a）资产净利率分布直方图　　（b）资产净利率正态分布图

图 8–6　2014 年中国部分上市公司资产净利率分图

利用同样方法对美国部分上市公司进行处理，从 5600 多家上市公司中抽取 240 多家进行资产净利率分布分析，发现美国上市公司平均资产净利率为 –1.259%，标准差为 26.23。从结果可以看出，美国企业在 2014 年经营很多处于亏损状态，而且标准差是中国企业标准差的 3.2 倍。因此美国企业利润水平的收敛特性并没有中国企业的强。如果说美国上市公司大部分经营都是亏损的，但是美国并没有进入经济衰退，为什么美国经济增长还是正的？因为虽然说很多公司经营是亏损的，但是很多亏损的公司是小公司，大部分小公司单独对国家的经济的影响有限。并且社会大量资本都集中在大公司，那么只要拥有大量资本的少数大公司是盈利的，那么国家经济依然可以是增长的。利用 MATLAB 描绘美国资产净利率分布函数如图 8–7。



（a）资产净利率分布直方图　　（b）资产净利率正态分布图

图 8–7　2014 年美国部分上市公司资产净利率分布图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 节　社会一般投资回报水平的变化

短期来看社会一般投资回报水平是比较稳定的，因此我们认为社会一般投资回报水平 r 是一条水平线。但长期来看，不同历史时期社会一般投资回报水平是不一样的。在经济高涨的时代，社会一般投资回报水平会变得相当的高。而在经济萧条的年代企业大量破产，企业利润水平变得很低，社会一般回报水平一样相当的低。通常在社会生产效率提升的速度很快并且企业投资回报水平整体比较高的情况下社会一般投资回报水平会比较高。相反如果社会生产效率提升的速度很慢，并且企业整体的投资收益水平不高，那么社会一般投资回报水平也会比较低。如果一个国家的社会一般投资回报水平很高，那么这个国家经济增长通常速度就会很快，如果一个国家的社会一般投资回报水平很低，那么通常经济增长的速度也会很慢。

如下图：

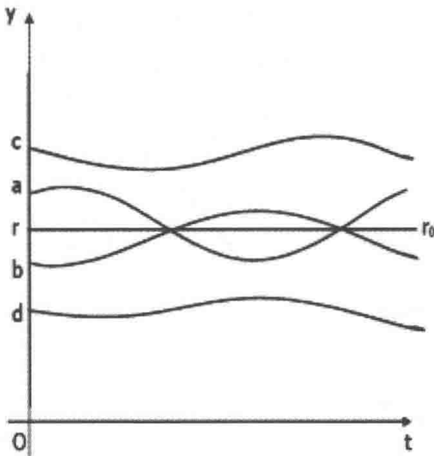


图 8–8　公司一般投资回报水平曲线图

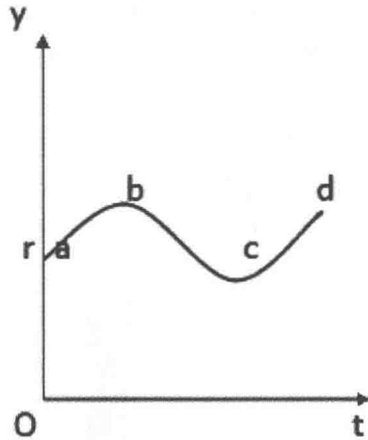


图 8–9　社会长期一般投资回报水平曲线

从图 8–8 来看短期社会一般投资回报水平 r 是一条平的直线，但是长期来看，基于经济的不稳定性，社会一般投资回报水平也会发生变动。当经济持续复苏，那么社会一般投资回报水平也会跟着上升，因此 r 会处于图 8–9 中的 a ～ b 段。相反，当社会经济萧条或者正在发生经济危机，那么企业盈利水平普遍下降，社会一般投资回报水平就会处于图 8–9 的 b ～ c 段。在图 a ～ b 段中，社会经济持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续向好，企业投资热情高涨，同时企业的利润水平也持续增长。在社会一般投资回报水平向好以及投资热情高涨的情况下支持了信贷规模的扩张，资金需求的增加一样会引起利率的同步上升。历史上很多经济危机是在信贷扩张水平不足以支持经济增长的情况下发生的，当企业投资热情高涨并且对资金的需求持续上升时，首先会导致利率上升，其次是原材料成本上升以及物价上涨。政府为达到抑制经济过热的目的，从而选择提高利率，一则为市场降温，二则抑制通货膨胀。当信贷资金不足以支持经济扩张的时候就可能导致原先的经济增长发生坍塌，引发危机，从而使市场进入萧条区域。经济萧条必然导致企业经营利润下降，抑制企业的投资热情。在萧条的经济环境中，由于企业投资热情下降，必然引发对信贷需求的下降，以至于导致信贷资金的过剩供给，进入凯恩斯的萧条区域。在萧条的经济当中，社会一般投资回报水平相当低，尽管此时信贷资金的使用成本很低也不能激发企业的投资热情。

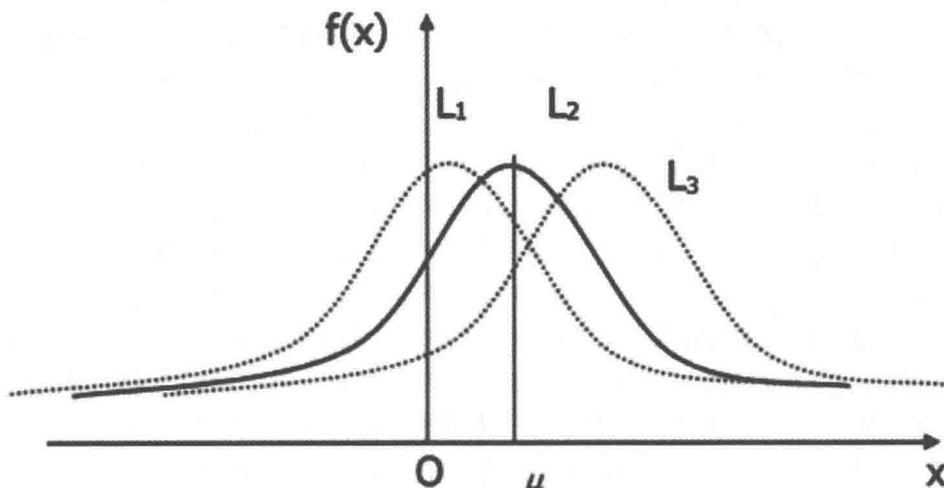


图 8-10 企业资产净利率分布函数变化图

随着经济的波动，社会一般投资回报水平会发生变动，也就是说企业的整体盈利水平在不同的经济环境中会表现出不一样的结果。因此，企业的资产净利率分布函数也会随着经济的景气程度发生移动。例如当经济变得萧条，企业的利润水平下降，那么企业资产净利率水平就会如图 8-10 的 L_2 移动到 L_1。当曲线左移之后，社会一般投资回报水平下降，那么 μ 值就会下降，同时市场的均衡利率也会下降。相反，当经济高涨，企业经营利润水平上升，那么就会刺激企业投资热情。企业经营利润水平上升，那么企业资产净利率曲线就会从 L_2 移动到 L_3。同理，曲线右移之后，市场利润水平上升，社会一般投资回报水平也会增加，在利润的刺激下必然引发资金需求的上升，从而推升利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不光是不同的历史时期社会一般投资回报水平不一样，而且不同的国家社会一般投资回报水平也会不一样。如果说社会一般投资回报水平可以用利率来衡量，但实际上每个国家的利率都不一样，例如 2015 年 10 月中国贷款基准利率为 4.35%，而美国利率仅为 0.25%，日本利率为 0.10%，英国利率为 0.5%，澳大利亚利率为 2.00%。那么也即是说不同的国家社会一般投资回报水平是不一样的，按道理来说资本会流向投资回报水平高的行业，同样也会流向社会一般投资回报水平高的国家。如果是这样子，那么全世界的投资回报水平应该一致才对。首先正因为资本会向高利润的国家流动，因此才会有国际投资。但尽管有国际投资也并没有导致全世界各国的社会一般投资回报水平趋于一致，相反，却存在相当大的差距。

有几个原因导致各国投资收益水平不一样，首先很多国家的资本流动是不自由的，例如尽管中国的投资回报水平比较高，但是中国资本项目截至 2016 年还尚未开放，正是由于政策阻碍的原因导致资本不能自由流动。如果资本不能自由流动，那么就不能实现资源从低利润地区通畅地流向高利润地区，那么企业利润向社会一般投资回报水平的收敛就不能实现，这样就会导致不同国家的社会一般投资回报水平不一样。另外，不同国家在社会一般投资回报水平不同的同时政治和环境也不一样，这也会导致社会一般投资回报水平不一样。如果是一个政治动荡的国家，那么就算这个地区的投资收益很高企业也不愿意去，因为高收益是以高风险作为代价的。另外如果这个国家和市场很小，那么尽管投资回报水平高，大企业也不愿意去，因为市场容量过小，太大的资本进入很快就会导致生产成本增加和利润下降。例如如果一个国家的人口很少，而大企业进去需要大量劳动力，那么大企业进去之后要想得到大量劳动力就只好增加工资、增加成本，那么很快这个国家的社会一般投资回报水平就会降下来，甚至这个国家的全部人口都不能满足生产的劳动力需求。例如图瓦卢，数据显示 2000 年该国家人口就 1.2 万人，那么像福特汽车这样的大公司进去连生产都困难，对于一些大公司来说这个国家全国人口都不能满足劳动力需求，那么投资收益率就算很高他们也不会去。还有如果一个国家的基础设施很差，那么尽管这个国家的社会一般投资回报水平很高很多国际大企业也不愿意去。因此国家状况的不一样会导致社会一般投资回报水平不同。

第 8 节　经济的增长

在一些地方社会一般投资回报水平会比较高，而在一些地方社会一般投资回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报水平又会很低，例如21世纪初中国的投资回报比美国就要高，否则中国经济也不可能长期维持7%以上的高速增长。通常社会一般投资回报水平高的国家是经济增速高的国家，一个国家的经济增速又反映了这个国家的社会一般投资回报水平的大小，而一个国家经济高速增长能够维持的时间决定了高社会一般投资回报水平能够维持的时间。企业是经济的细胞，经济的增长与繁荣情况会影响到企业整体的利润水平。

可以通过考察一个国家的国内生产总值（GDP）增长的速度来反映这个国家的投资收益水平，国内生产总值是一个国家一年中投入各种生产要素的结果，当一个国家投入的生产要素多，那么产出自然也就会越多。因此一个国家的经济体量和未来经济增长的空间受到各种生产要素多寡的制约。经济增长的极限受各种生产要素的限制，当经济增长到一定的程度就会遇到例如环境污染问题、资源枯竭问题以及人口老龄化等这样或者那样的问题，所以经济增长会遇到极限和瓶颈问题。

收入函数

$$Y = Af(N.K.L)$$

在国民收入函数中N代表劳动力的投入，K代表资本的投入，L代表土地的投入，Y代表国民收入也表示产出总值。A代表技术因素对经济增长的作用，也被称为全要素生产率。

假定技术A不变，那么产出的多少就决定于劳动N和资本K以及土地的投入量。而且三种要素是可替代的，例如同等的产量，可以多用一点劳动力少用一点资本，或者多用一点资本少用一点劳动力。整体来看只要要素投入总体是增加的，那么经济就会增长。在投入生产的三种要素中，对于一个国家来说土地基本是固定的。进入到21世纪之后人口增长的速度也很慢，短期来看劳动力增加的量也不会很大，那么经济的增长主要就只有靠投入资本的增加。如果一个国家投入的资本是不断增加的，那么经济就可以高速增长；如果投入的资本稳定，那么经济就会变得稳定，因此很多经济学家面对经济的增长非常强调资本积累。按照罗斯托的观点，如果一个国家的经济要快速增长达到起飞阶段，那么资本积累至少得超过10%，经济增长的基础条件是资本的增长率要超过5%。

只有当一个国家投入生产的要素不断增加，那么经济才能高速增长，只有一个国家经济增长，那么股票市场才会快速上升。因为只有一个国家经济的快速增长和资本快速积累，那么企业的资产才会快速增加，实际上强调资本积累基本上指的就是企业资本的积累。而股票价格实际上是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，只有当公司的资产快速增长，资本不断积累，那么公司的每股净资产才可能快速增长。也只有每股净资产快速增加，那么股票价格才可能持续上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨。如果一个国家技术给定，而投入生产的资料不再变化，那么产出也不再变化，资本也不会积累，那么股市也就不可能持续上涨，长期来看股价只会围绕某一个中心上下震荡，而这个中心就是上市公司的合理市值。因此股市上涨的潜力很大原因与投入要素增长的潜力有关，所以可以先细致考察三种投入要素。

*** 土地 ***

土地供给无论是在一个国家还是在人类社会都是显得十分有限，至少目前是这样。对于一个国家来说，国土面积是一定的。对于人类来说，土地的面积就是地球的陆地面积，因为人类目前尚未发现可供人类居住的其他星球或者可供利用的外星土地。尽管人类正在努力地扩大生存空间，发射了像旅行者号一样的宇宙探测器寻找外太空文明，寻找可供人类居住的其他星球，从而弥补地球资源的不足。经过人类的努力，旅行者号太空探测器已经飞出太阳系，远离了太阳系的最后一颗星球赛德娜驶入银河系，但未来还有很长的路要走，至少在已知空间里人类生存的环境是有限的。

在古代社会，由于人口显得十分稀少，所以土地显得十分丰裕，在生产中只要人类需要就可以不断地增加土地投入。在欧洲，人们认为神的恩赐是无限的，因为只要个人足够努力就可以去开垦无尽的荒地，从而获得神无尽的恩赐。由于古代人对地球缺乏充分的认识，认为大地有无限的处女地可供开发。可是到麦哲伦环球航行之后，人们终于切实体会到上帝给的资源终究有限。当人口和资本增加到一定的程度，在生产生活中可供利用的土地越来越感到不足，于是产生了房地产价格不断上涨。

尽管土地资源总量是给定的，但历史上土地作为生产要素投入是在发生变动的。古代经济是农业经济。社会收入的增长主要体现在农业产品生产的增长上，由于在古代农产品缺乏储存条件，吃不完就只能烂掉。因此农产品的增长主要看人的增加，当人口增加时，开垦的土地就会增多，生产的农产品就会增长，收入也会因此增加。相反，当人口因为战争、瘟疫或者传染病等而锐减时，之前开垦的土地有的就会荒废掉，那么土地作为生产要素的投入量就会减少，因此收入也会减少。因此古代社会总收入的增加更多地只会导致人口的增长，而且由于人均消费粮食的数量始终是有限的，因此人均收入的增长就变得很缓慢。古代社会的经济增长又被视为马尔萨斯式的经济增长，也就是说经济总量的增长主要是靠人口增长来推动的。尽管经济总量是增长的，但是人均收入水平整体来看基本没有增长。但是在现代社会由于人们消费的产品并不只是单一的食品，例如还有电器产品和电子产品，而电子产品的消费也能体现在收入的增长上，所以在现代社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产出的增加不光包括了粮食产量的增加，还包括了工业品的增加。在古代由于人少地多，因此土地作为生产要素的弹性较大。在繁荣稳定的年代，大量土地被开垦，土地资本增加；在战争年代，由于人口锐减，大量的农田荒废，导致土地资本减少。因此在古代，土地资本会呈现出比较大的波动状态。

工业革命之后，人类进入了机械化生产时代，人类生产力快速增长。在生产力快速提高的情况下既带来了人口的快速增长，也带来了经济快速增长。工业革命之后经济的增长不光带来了人口的增长，也带来了人均收入的增加，人均收入并没有陷入马尔萨斯的人口增长悲剧里去。主要原因是虽然人口增加了，但是产出增加的速度比人口增长的速度要高得多，因为进入工业革命之后人类生产效率提升的速度非常快。截至 2016 年，世界人口已经达到 70 亿，而且人们的生活水平也普遍提高。现代经济的增长又被视为索洛式经济增长，这种增长主要是靠生产力的提高来推动。18 世纪之后，在人口和收入快速增长的过程中，人们加速对土地的占领，英国发起圈地运动，美国发起西进运动。例如美国建国初期还局限于东部的 13 州，随着美国经济的快速发展，东部的人口开始变得拥挤，然后发起了西进运动。而且人多地少导致了生产过程中蓄养奴隶的成本相对增加，于是在 1961 年发起了解放奴隶的内战。因此随着人口的增加，土地越来越感到不足。

随着人口的快速增长，土地资源显得越来越不足。到 21 世纪之后，土地资源越显稀缺。在收入函数中，可供投入的土地资本已经很难增长，在生产过程中，土地资本基本已经可以视为给定。在现代社会，土地资源被高度利用，那么在技术一定的情况下，要想经济增长只能从人口或者资本上下功夫了。

*** 人口 ***

在古代社会，人口的增长相对来说是非常缓慢的。一个原因是频繁的战争和时不时的自然灾害导致人口锐减，另外一个原因是生产力水平不高导致生活资料的生产不能大幅增加，从而制约了人口增长的速度。工业革命之后，社会生产水平大幅提高，社会总收入大幅增加，粮食产量增速空前。在收入水平大幅增长的情况之下，人口数量大大增加。而人口增加的同时也会带来劳动力的增加，劳动力的增加又会带来产出的增加。

在人口突破 70 亿的现代社会，土地供应显得格外紧张。由于人口数量剧增，人类消耗社会资源的数量空前庞大，经济增长受到资源和环境的制约愈发明显。到 20 世纪末，很多国家开始重视控制人口的增长，实行计划生育，提倡晚婚晚育。按《21 世纪资本论》一书作者的观点，未来将会出现人口的大幅下降，控制人口增长已经显得非常迫切。根据《全球化陷阱》一书作者的观点，全球有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80% 的人口是多余的，社会只需要目前人口的 20% 就足以实现社会的繁荣，未来 80% 的人都会靠进行卖血式的生活。在城市频频出现贫民窟，城市的交通越来越拥挤，环境污染越来越严重，资源短缺、环境恶化，例如巴西和印度。限制人口的增长已经达成了普遍的共识，生活压力的增大逐步让人们减少生育。因此，人口增长的速度被慢慢地降下来，截至现在，主要人口大国的人口增长已经明显变慢。1995 年，中国人口自然增长率为 1.06%，2014 年中国人口自然增长率 0.52%，增速明显下降。2015 年美国人口增长率为 0.90%，印度 2015 年人口增长率为 1.31%，其中 2015 年人口增长排名第一的卡塔尔增长率也就 4.93%。同年日本和德国人口出现了负增长，摩尔多瓦的人口增长率为 -1.01%。

当人口增长变慢之后，劳动力数量也会趋于稳定，至少短期增长很缓慢。因此在收入函数中，劳动力投入在短期来看依然可以视为一个不变的量。那么如果一个国家的经济要快速增长就只能靠资本的增加。

中国是世界上人口最多的国家，因此中国在经济大生产的过程中可投入的劳动力是最多的。可投入的生产要素最多，那么中国未来很可能会成为世界上最强大的国家。孟德斯鸠在其《论法的精神》里认为中国是一个繁殖能力很强的国家，尽管长期的战争导致大量的人死去，但是中国人口依然比欧洲人口还多。而且梁启超认为，中国的历史就是一部流血的历史，所谓的人才也是杀人的人才。尽管中国历史上经常流血，但中国人口还是非常多，主要原因是中国人的繁殖能力很强。中国人口繁殖能力强主要是因为中国有季风气候，季风气候给中国带来了湿润的气候条件，这种气候非常有利于农作物的生产，雨热同期让中国的粮食生产效率很高，所以可以维持很强的人口繁殖能力。按照马尔萨斯人口论的观点，人类最终会进入到人口悲剧，人口悲剧最后原因是因为人口的过快增长导致食物的供给不足，但实际上由于技术的提高，18 世纪工业革命之后粮食的增长总体上还是比人口的增长快。中国粮食产量高，当人均感到粮食产量不足的时候实际上人口规模已经很大。人口规模大，那么提供的劳动力就会很多，那么产出的规模就会很大。但在看产出多的同时还要看增长的快慢，如果人口规模大，但是不增长，那么产出增长的速度可能也会很慢。而现在各国人口增长率整体来看是不高的，那么靠劳动人口的增加来推动产出的增加可能作用会小很多。

*** 资本 ***

如果劳动力一样，并且土地也一样，那么产出未必也会一样。因为在进行生产的同时还要看用什么进行生产，如果是用手工进行生产，那么产出是比不上用机械进行生产的。因此在考察产出时除了要考察劳动力投入的多寡外还要考察用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么生产，用不同的手段进行生产，结果是会有很大不一样的。通常生产的工具越先进，那么同等投入的情况下产出也会越多。一般情况下衡量生产工具的先进水平可以从资本投入量来考察，如果资本投入的量多，那么证明机械设备投入得多，那么产出自然也会多。

在技术给定的情况下，经济的增长主要靠资本的增加。如果资本投入增加的速度很快，那么产出增长的速度也会很快。因为资本投入的增加往往代表生产效率的增加，在生产的过程中投入的资本多了，那么证明工人利用的生产工具变得更多更先进了，那么产出自然也会增加。如果是这样，那么资本增加的速度从侧面反映了生产效率提升的速度，如果生产效率提升的速度很快，那么经济增长的速度自然也就很快；如果经济增长的速度很快，那么企业产出增长的速度也很快。企业的产出增加的速度很快，主要原因之一就是企业投入的资本增长很快。如果公司资本增加的速度很快，那么公司的每股净资产增加的速度也会很快；如果公司的每股净资产增加的速度很快，那么股票价格上涨的速度也会很快。

资本更多的体现是各种机械设备，如果社会投入生产的土地和劳动力不变，那么当资本增加，工人使用的机械设备多了之后生产效率自然会提高，当生产效率提高之后产出自然会增加。因此资本对经济增长的贡献很大一部分体现在能帮助工人提高生产效率，工人生产效率要提高只能是建立在人均使用资本的增加上。只有加速资本的深化，那么经济效率才会不断提高。如果资本的增加只是满足资本的广化，那么效率也不能提高。资本广化是指实际资本的增长率与劳动力的增长率相等，人均资本使用量不增加就不能提高生产效率。资本深化指在经济增长过程中，当人均储蓄超过资本广化，使得人均资本上升。人均资本的增加带来生产效率的提高，从而带来经济的快速增长，如果只是进行资本广化，那么就会进入哈罗德－多马经济增长模型，经济增长主要由人口增加来带动。进行资本广化，人均资本量不变，那么经济的增长更多体现出来的还是由人口增长推动，因为单个劳动力平均生产效率并没有提高。如果人均生产效率并没有提高，那么尽管经济总量增加了，但是人均收入整体来看是没有增加的。

如果社会只是进行资本的广化，那么经济增长速度和人口增长速度差不多。那么企业资产增长的速度也和人口增长的速度差不多，企业产出的增加基本上来自于劳动力投入的增加和与劳动力投入增加幅度一致的资本投入增加。如果是这样子，那么长期来看股价的上涨速度和股市的上涨速度也会与人口增长的速度差不多。如果人口、土地和资本都不增加，那么长期来看股票指数就会围绕一条水平线做上下波动。经济增长的速度要想超过人口增长的速度，那么就需要进行资本的深化，提升人均资本含量。

资本的增加主要来源于储蓄，如果社会每年生产的产品全部被消耗花光，那么下一年投入的劳动力、土地、还有资本 K 将不会增加，那么社会也就不会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生经济增长。假如是每年生产的产品都被花光，那么事实上收入只会不断地减少，因为机器设备还会折旧，会不断地降低社会资本存量。在其他两项生产要素不变的情况下，资本的下降就会降低收入水平。例如一些非洲国家，由于每年生产的生活资料严重不足，从而导致每年生产的产品全部被消耗，加上资本的折旧，所以经济增长困难，陷入低水平均衡陷阱。因此，短期来看收入的增加需要资本投入不断地增长，资本投入要增加，那么上一年生产的产品就不能全部消费掉，必须存在储蓄。只有上一年的生产存在剩余，那么剩余才能作为资本在下一年进行追加投资，而下一年资本的增加才会引起收入的上升。上一年经济剩余的量决定了下一年新增投资的量，而经济剩余实际上就是储蓄，因此才会有投资与储蓄的恒等式。

投资储蓄恒等式：

$$I=S$$

投资额为 I，储蓄额为 S，只有社会有储蓄的时候才能进行投资。如果之前所有的产品都被消耗光，那么就没有储蓄，没有储蓄也就没法扩大投资。因此只有储蓄增加，那么投资才会增加。只有投资增加，那么作为要素投入的资本才会增长，而投入资本的增加才会导致收入的增长。

在土地资本和人力资本不变的情况下，收入的增长主要来自于资本的增加，这也被视为投资拉动型增长。投资增长来源于储蓄，那么储蓄率高的国家经济增长潜力就大，储蓄率低的国家经济增长就会慢，所以对于一些储蓄率很低的穷国经济增长就会变得很慢。穷国由于生产的物资不足，生产的物资很少，那么可供储蓄的物资就会很少甚至没有。没有储蓄那么就不能增加追加投资所需的资本，这样收入水平就很难提高，经济就会进入恶性循环。

收入的增长来自于投资的增加，而投资等于储蓄。储蓄本质上是人们放弃现在消费的结果，人们为了以后生活好一些，那么现在就应该少消费一些，多储蓄一些。储蓄的目的是为了未来增加收益，如果储蓄在未来不能增加收入，那么人们就会不储蓄；人们不储蓄，那么经济就不能增长。例如在 2016 年，世界很多发达国家利率很低，例如美国为 0.25%，那么人们就不愿意储蓄。如果人们不愿意储蓄，那么就不能通过投资拉动经济增长，所以发达国家经济增长率普遍都比较低。很多发达国家之所以降低利率是因为国内缺乏好的投资机会，那么只好降低利率来刺激投资，同时通过降低利率来刺激消费，消化产能。如果有好的投资机会，那么企业才会进行投资，企业进行投资，那么对资金的需求才会很大。对资金的需求大，那么市场的利率就会上升，如果市场利率上升，那么人们才愿意储蓄。因此储蓄率高更多源于市场投资机会多，因此投资机会才是拉动经济增长的核心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当社会资本规模变得极其庞大时，资本投入对收入增长的影响会慢慢变小，资本会进入规模递减。在资本、土地和劳动力作为生产资料配置达到最优时生产是最高效的，在劳动和土地资源变动很小或者不变动的情况下，资本不断地增加会让这三种生产要素偏离最有效的配置，资本就会进入规模递减。这时尽管投资的追加会继续带来经济的增长，但是增长的速度就会逐渐地放缓，因此强行进行资本积累对经济的拉动是有极限的。

第 9 节　后危机时代

当技术给定的时候，一个国家的潜在生产能力决定于这个国家可投入的资本、土地和劳动力的多少。如果一个国家的劳动、土地和资本都得到了有效利用，那么经济增长就决定于资本积累的速度。但如果一个国家的资源并没有得到有效利用，那么这个国家在某段时间的经济增长可能就会很快，因为只要把过去没有利用的资源利用起来，那么经济就可以高速增长。例如发生经济危机会导致很多人失业，导致很多机器设备闲置，导致很多厂房废弃，那么只要把这些资源利用起来，经济一样可以快速增长。就像电影《摩登时代》所描述的场景，发生经济危机后，大量的人找不到工作，工厂的机器设备长期闲置。但是当危机过后只要把这些资源利用起来，那么产出就会快速上升。

当存在闲置的机械设备，存在大量的失业人口，那么短期内劳动力和资本增加的速度可以非常快，从而可以使经济在短期内出现快速增长。

如图：

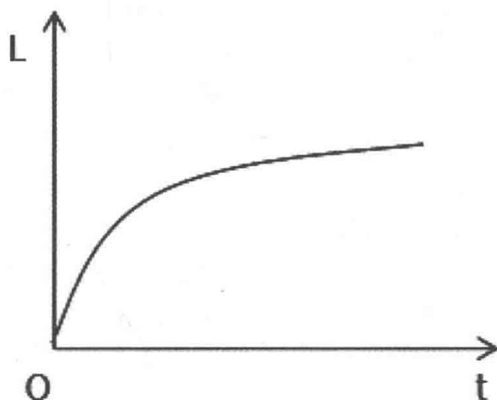


图 8-11　劳动投入曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 8-11 中的 t 为时间，L 为劳动力。当社会存在大量的闲置劳动力，那么只要把这些劳动力利用起来短期内经济是可以快速增长的。例如经济危机发生后会有大量的失业人口，并且存在大量闲置资本，那么如果经济复苏，短期内就业人口是可以快速增加的。只要让失业人口就业就可以导致生产投入要素的大量增加，从而带来经济的快速增长。但是当各种生产要素得到利用之后，经济的增长主要来自于资本的积累，此时经济增长变得相对就要慢出许多。

因此只要存在大量失业人口，并且大量资本未被合理利用，那么经济短期是可以快速增长的，因为短期内投入的生产要素可以急速增加。例如在 2011 年利比亚发生战争，GDP 从 2010 年的 974.3 亿美元降低到 2011 年的 379.7 亿美元，受战争的影响，大量资源闲置。利比亚战争结束之后，经济生产开始恢复，到 2012 年利比亚 GDP 增长率高达 104%。

第 10 节　要素匹配

在生产过程中当所有要素都达到最优配置的时候，那么生产自然是最有效率的，如果企业投入生产的某一种要素过多或者过少那么就会导致生产要素偏离这种最优配置状态，如果偏离了这种最优配置状态，那么企业经营就存在改进空间。例如当一个社会资本处于稀缺状态，而且人口十分充裕时，那么由于资本的稀缺会导致资本的价格相当昂贵，市场利率会非常高，而人口的充裕会导致劳动力的价格变得便宜。在这样的情况下，劳动力和资本就没有达到最优的匹配状态。由于劳动力过多，资本过少，那么资本的增加会逐步地让劳动力和资本走向最优匹配状态，资本的增加很容易就会带来经济的增长，增加资本投入之后产出增加的比率比资本投入的比率要多，那么这就是规模经济。如果劳动和资本的投入都达到了最优匹配状态，那么尽管继续增加资本的投入依然可以导致产出的增加，但是这种资本投入的增加与产出的增加会越来越不成比例。投入等量的资本所带来的产出增量会越来越少，这又被视为规模不经济。我国是一个人口大国，劳动力十分充裕，而在改革开放之初，我国的资本显得十分稀缺。在这样的情况下，由于资本比较稀缺，所以利率比较高，劳动力非常充裕导致工资水平非常低，劳动力非常便宜。在劳动力非常便宜的情况之下，企业的生产成本非常低。由于在生产函数中三要素之间是可以替换的，所以在我国劳动力充裕资本稀缺的情况下导致我国劳动力密集型产业发展得很好。在劳动力很便宜的情况下企业的生产成本很低，所以企业的利润很高，企业生产的产品有很强的竞争力，从而导致我国很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快成为了世界工厂，带动我国经济快速增长，长久以来这又被视为人口红利。

在改革开放之初，由于我国制造业类企业生产成本低，利润水平高，因此企业家的投资热情很高。投资来自于储蓄，投资热情高必然带来高储蓄。于是在高储蓄率的带动下我国企业资本积累的速度很快，企业规模扩大的速度也很快，那么产出增加的速度也很快，于是我国从 20 世纪 80 年代开始出现了罕见的经济高速增长。中国经济快速增长主要的一个原因是国内储蓄率高，资本积累的速度快，而高储蓄率的主要原因是投资利润水平很高，人们宁愿现在少消费多储蓄，从而增加未来的收入。因此，储蓄的多少受投资意愿的影响，投资收益越高，那么储蓄的意愿就越强。投资热情高涨，资本的价格就会上涨，市场利率也会跟着上升。企业会把利润作为资本作为下一年追加的投资，尽量减少分红，因为追加投资能获取更高的利润。对于工人来说，由于市场利率较高，人们会减少当时的消费增加储蓄，这样可以增加未来的收入。相反，当企业投资利润水平很低时，社会储蓄的意愿就会很低。如果企业投资利润水平很低缺乏好的投资机会，那么企业就不太愿意增加投资，所以企业对银行借贷资本的需求就会减少。由于企业不愿意增加借贷，那么银行很多资金就贷不出去，为了吸引企业家贷款，那么只好降低利率。如果银行降低利率，那么老百姓就不愿意多储蓄，因为储蓄在未来所获得的收入增量很低。对于企业来说，如果不愿意增加投资，那么企业扩张的速度就会很慢，积累的水平也会很低。于是无论从企业来说还是从社会来说资本积累率会很低，如果资本积累率低，那么经济增长的速度就会慢。如果经济增长的速度慢，那么股票上涨的速度整体来看也会很慢。当企业投资利润低不愿意增加投资时，市场利率水平会变得很低，企业生产的商品大部分就会被消费掉，企业的经营利润会被以红利的方式分配给股东，那么长期来看股价也很难上涨，股东获取回报的主要方式会从资本的增长变为股息收益。

当经济繁荣到一定的程度，社会积累的资本达到一定的规模，那么资本就会显得富裕，资本的增加会慢慢地超过劳动、土地和资本的最优匹配状态，从而导致投资规模递减。当企业追加投资不能再获得足够吸引力的利润时，投资的增加就会变慢。这时候资本就会变得富裕，而劳动力和土地就会变得相对稀缺，这时候劳动力价格和房地产价格就会快速上涨。

改革开放 30 多年来，我国从一个劳动力密集资本稀缺的国家渐渐地变为资本不再稀缺，劳动力也不再便宜的状态，所以利率水平在逐步下降，工资在逐步上升。例如 1996 年我国 1 年期贷款利率为 10.08%，流通中的现金供应量为 8802 亿元，而 2015 年中国 1 年期贷款利率为 4.6%，流通中的现金供应量超过 60259 亿元。由于资本的快速积累，资本的规模越来越大，资本的价格相对正在下降，劳动力和土地的稀缺程度开始显现出来。随着资本和劳动稀缺性的相对改变，工人的工资在改革开放 30 多年来出现了大幅度的增长，2000 年城镇单位就业人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均工资为 9333 元，而 2014 年就高达 56 360 元。

在改革开放初期，由于劳动力成本很低，企业产品在国际上竞争力强，所以中国商品大量地向外国出口，中国在 2005 年外贸依存度高达 62.3%。于是沿海地区在改革开放中建立了大量的工厂，生产的商品打上中国制造大量地出口到全世界。由于海运成本相比陆地运输成本要低得多，所以把工厂建立在沿海地区不光劳动力成本低，而且运输成本也低，因此出口规模的增长快速拉动了沿海地区的经济增长。

在我国沿海地区经济快速发展，资本快速积累的刺激下，对劳动力的需求也是极其庞大，劳动工资相对于其他西部地区来说也要高出许多。在工资相对较高的吸引下，我国人口大量地向东部流动。在中国有这么一个习俗，每年人们都会回家过春节，于是在中国会发生一种奇特的现象，春节临近的时候大量人口会回到中西部过春节，春节之后又有大量的人回到东部沿海地区寻找工作。春节人口流动量之大，世界罕见，以至于说中国每年都会发起一年一度的人口大迁徙。人口大量地涌入东部导致东部地区的土地显得非常稀缺，2000 年中国商品房平均销售价格为 2112 元每平方米，办公楼商品房平均销售价格 4288 元每平方米。而到 2014 年，中国商品房平均销售价格为 6324 元每平方米，办公楼商品房平均销售价格 11 826 元每平方米，商品房价格和办公楼商品房价格平均每年分别上涨 8.15% 和 7.52%。在过去，由于中国国土面积广，土地稀缺程度程度并没有像资本那么严重，所以土地的价格相对很便宜。改革开放后，随着资本的快速积累，加上人口的快速增长，土地稀缺程度愈发明显，土地价格愈发昂贵，从 20 世纪 90 年代到现在，房地产价格快速上涨。

随着我国经济的快速发展和资本的快速积累，劳动力和土地开始由富余向相对稀缺转变，于是工人工资开始上涨，房地产价格和土地价格快速上涨。当资本积累到一定的程度之后，过去劳动力的相对富余开始转变为相对稀缺，于是中国在 2015 年也开始施行“二胎”政策。由于劳动力从过去的相对富余渐渐地变为相对稀缺，那么劳动力成本就会上涨，在劳动成本不断上涨的情况之下，企业生产成本开始上升，利润水平开始下降，所以中国经济也从高速增长状态步入了中高速增长。随着企业资本的快速积累，资本的稀缺程度正在减小，资本开始由稀缺走向富裕，利率水平也大幅下降。在过去，农民是很难向银行借到资金的，但是现在，类似中国农村信用社和一些民间借贷公司也在开始鼓励农民借钱。

当资本由稀缺变得富裕，劳动力和土地开始由富余变得稀缺，那么企业的生产成本就会逐步地上升。在过去，我国经济因为大力发展低成本的劳动力密集型产业而得到快速地增长，但是现在劳动力和土地开始显得不再富余，资本也显得不再稀缺，而国家经济很大一部分还是在过去的劳动力密集型产业上。当劳动力和资本的相对稀缺程度发生改变，劳动工资上升就会严重影响到企业的利润水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业生产成本的上升、利润的下降就会降低社会储蓄的意愿，这必然会抑制投资的增加，从而降低收入的增长速度。所以步入21世纪之后我国经济亟待转型，依靠劳动力密集产业和靠消耗资源以及牺牲环境的经济增长模式已经难以持续。

当资本积累到一定的规模，资本变得愈发富余，经济就会进入投资规模递减效应，企业的利润水平就会下降。在企业利润水平下降的情况下，社会积累的意愿就会下降，因为企业不愿意追加投资。这时资本的价格很低，企业高分红，社会高消费低储蓄。那么在收入函数中短期来看由于劳动力和土地不变，而且现在连资本也已经不再增加，那么收入增长也就会停止。此时社会就达到了一个相当稳定的均衡状态，每年生产的产品除了补偿过去资本的折旧外全部被消耗光，那么经济增长也就进入了停滞状态。长期来看，劳动力和资本缓慢的增长会带来经济缓慢增长和总收入增加，但是这主要是由于人口增加所致，从而尽管总收入和经济是增长了，但是人均收入并没有增加，经济的缓慢增长不能增加人们的幸福感。

*** 技术对经济增长的作用 ***

前期分析收入函数是在把技术因素除开之后，但实际上技术是不断变化的，如果技术进步了，那么企业生产效率提高之后尽管投入的生产要素没有增加产出还是会增加的。18世纪工业革命之后，技术进步的速度是越来越快，社会生产效率越来越高，社会产出也是不断增长，而且技术进步是呈现出一种加速的趋势。由于劳动力和土地在短期可以视为不变的，而资本积累到一定的程度时投资的收益率就会下降，企业利润水平的降低就会使社会储蓄的意愿下降，企业追加的投资也会下降，那么收入的增长就会陷入停滞，当经济增长停滞之后就需要有一种力量来打破这种增长瓶颈，而这种力量就是技术的进步。当收入增长陷入停滞状态后，社会每年生产的商品都会被完全消耗，人们长期生活在一个稳定均衡的经济环境里。但当引入技术变迁因素之后，这种社会均衡状态就会因为技术的变化而被打破。

在收入函数中，技术带来的经济增长率又被视为全要素生产率，经济增长不能用资本、劳动力和土地投入增加来解释的部分又被视为索洛余值，这部分视为是技术进步所带来的。如果技术不变，那么经济长期来看就会停滞，因为资本的深化停滞。发生这一情况的主要原因之一是企业不再有新增投资，不新增投资是因为缺乏好的投资机会，当投资的收益为0时企业怎么样也不会去投资。既然缺乏好的投资机会，那么不投资就是理性的选择，此时市场利率也会趋向于0。既

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然投资不能增加利润，那么也不需要储蓄，因为储蓄是放弃当前消费增加未来消费的行为，既然储蓄不能增加未来的消费，那么也就没有必要储蓄。当经济进入停滞区域之后，资本不再有新的积累，那么公司的每股净资产不会再有多大的变化，那么股市也就不会有很大上涨空间。如果要让经济走出停滞区域，那么就需要社会产生新的投资机会，产生新的利润增长点。只有当存在大量投资机会时，那么企业才愿意进行投资并增加资本的积累，而资本积累的增加，那么经济又才能重新开始增长。实际上社会不可能没有投资机会，但是如果投资风险高，投资收益期望值为 0，那么企业也一样不会去投资。因此只有出现大量具有吸引力的投资机会时，社会才能走出停滞区域。社会出现大量具有吸引力的投资机会往往是伴随生产效率的提升而发生的，而这种生产效率的提升往往是由技术的进步带来的。

在一个经济增长停滞并陷于均衡状态中，走出停滞区域的关键就是技术进步。假如有新的技术不断被发明，新的技术运用在社会生产中能提高社会生产力，那么新技术就会带来新的投资机会，为企业提供新的利润增长点，那么企业就会增加对新技术的投资。当企业增加投资，那么社会资本就会增长，利率又会开始上升，储蓄又会重新启动，从而带动经济增长。因此新技术发明会给企业不断地提供获利机会，获利机会的存在会刺激企业新增投资，新增的投资就是社会资本的增加，资本增加之后公司的每股净资产也会上升，每股净资产上升之后股价才会上涨。所以经济进入停滞区域之后，打破平衡的办法就是技术进步。引入新技术之后，新技术改变了原来劳动力、资本和土地的最优配置状态，使用新技术产生了新的最优生产要素配置。过去旧的最优配置状态在新技术使用之后就不是最有效的配置，于是这种并不是有效的配置状态给企业提供了获利机会，从而导致企业再次追加投资，改变劳动力、资本和土地的配置结构，使之达到最优配置。由于土地和劳动力短时间是不变的，那么新技术的引入主要是增加资本的投入量。因此新技术的引入可以不断地使社会资本进行积累，提高资本在劳动力和土地中配置的权重。例如过去使用机械进行生产，之后引入电脑进行智能化生产，未来还可能大量地使用工业机器人进行生产。每一次技术的进步提高了劳动的生产力，从而给企业提供新的获利机会，让社会不断地进行资本积累，提高资本在生产要素中所占的权重。有数据显示在 18 世纪生产要素投入中资本大概占 30%，而到 21 世纪这一比例已经高达 80%。

在社会技术变化快、发明创新多的年代，企业新的利润增长点就会多，企业积累的积极性会很高，资本增速会很快，所以经济就能快速发展。相反，在技术变化慢的年代，生产效率提升的速度慢，经济容易停滞。例如在古代经济增长的速度很慢，可是在 18 世纪工业革命之后，主要资本主义国家资本快速积累，全球经济就开始快速增长。一个国家技术升级的速度越快，那么经济增长和资本积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累的速度就会越快。

在三种生产要素里，之所以资本停止积累并且经济增长停滞是因为缺乏新的利润增长点，而缺乏新的利润增长点就导致企业的利润水平低或者没有利润。无论是劳动力、土地还是资本都是企业生产的成本，如果其中某些要素的成本降低，那么企业利润就会增加。例如，原先企业经营没有利润，但当引入新技术之后生产效率提高，生产要素变得相对便宜，那么增加资本积累就有利可图。由于中国过去劳动力便宜，所以企业利润水平高，从而导致中国企业资产净利率普遍比较高，因此在对 2014 年中美上市公司资产净利率考察时发现中国的资产净利率平均为 4.46%，而美国上市公司平均资产净利率为 –1.26%。而且还发现中国上市公司资产净利率标准差为 8.14，而美国的高达 26.23，因此中国企业利润水平收敛性比美国企业好得多。

如图：

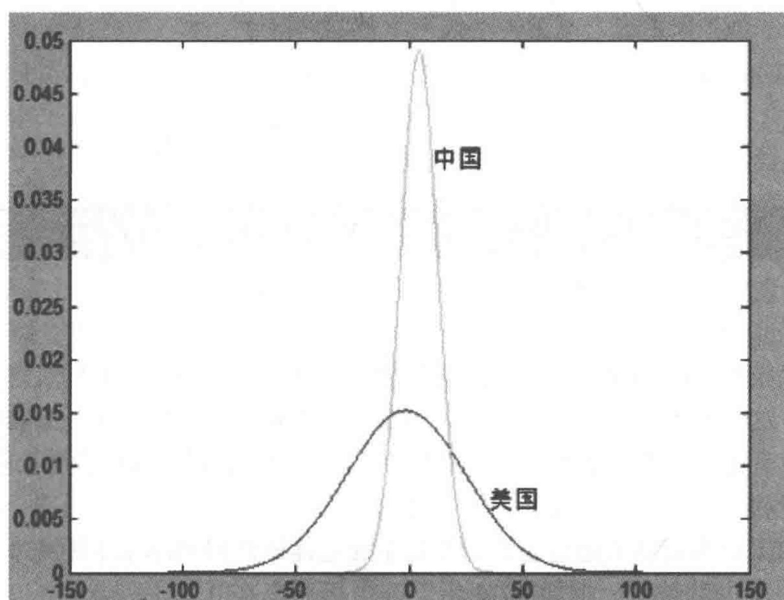


图 8–12　2014 年中美部分上市公司资产净利率正态分布函数图

为什么中国上市公司利润水平向社会一般投资回报水平收敛性比美国的好？为什么中国社会一般投资回报水平比美国的高？企业向社会一般投资回报水平收敛性差是因为资源流动性差的原因导致的，利润水平高是中国过去劳动力便宜的原因。过去中国劳动力富余并且资本稀缺，各种生产要素还没有达到最优匹配状态，因此资本积累率高，而且技术变化也很快，因为资本的积累本身就是新技术不断采用的过程。

按林毅夫的观点，如果经济高度繁荣，资本积累到一定的规模，科学技术已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经到达世界前沿，那么经济的增长主要就是靠科技创新推动。而发展中国家可以通过引进技术的方式来提升生产效率，引进技术的方式所带来的生产效率提升远比自己研发技术快，所以发展中国家可以有很快的经济增长。如果社会技术变迁的速度快，生产效率提升的速度就会快，企业的利润就会高，经济增长就会快，在这样的情况下企业的资产净利率就会普遍较高。相反，技术变迁的速度慢，社会生产效率提升速度慢，经济增长慢，那么企业的资产净利率普遍就会下降。

如图：

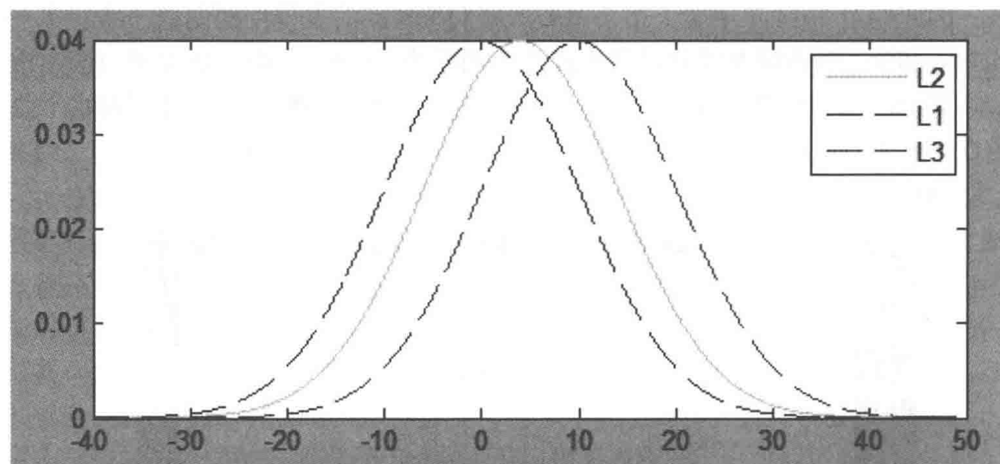


图 8-13　企业资产净利率正态分布图

当社会技术创新加快时，企业的利润水平上升，从而导致企业的资产净利率普遍增加，这就导致企业资产净利率分布曲线向右移动。相反，当社会技术创新速度放慢或者停滞，那么企业资产净利率分布曲线向左移动，当经济增长停滞时，企业资产净利率水平会向 0 收敛。

一个国家技术创新的速度越慢，那么企业整体资产净利率水平距离 0 值就越近，市场利率也就越低。例如 2016 年美国市场利率在 0.25% 到 0.50%，而美国上市公司资产净利率平均水平为 -1.26%。由于美国是一个科技前沿国家，企业未来发展的方向并不高度统一，企业之间彼此使用的技术都是秘密，所以很多企业性质差别大，很多都有技术壁垒，那么可以获得比较高的垄断利润。企业之间的壁垒越高，那么阻碍资源的流动性就越强，所以美国企业资产净利率标准差高达 26.23，而中国仅为 8.14。对于没有壁垒或者研发失败的小企业，可能亏损或者利润低。由于美国公司间的差异大，而且发展方向不统一，所以大家利润水平差异也会很大，并不会明显集中在某一水平，也即是说收敛并不明显。利润高的公司和利润一般的公司以及利润差的公司都很多。由于美国企业资产净利率水平相对要分散一些，那么企业获得偏离社会一般投资回报水平利润附近的企业也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多，那么利率水平在 -2% 到 2% 也都能反映社会一般投资回报水平，因为获得其间这样利润水平的企业都很多，例如图 8-12。

中国上市公司平均利润水平比美国上市公司平均利润水平高普遍还有一种看法，那就是中国 A 股上市需要严格考察企业利润。例如中国公司要在 A 股上市，那么需要有三年的盈利记录，重利润必然导致上市公司的利润都会比较高，因此并不能证明中国上市公司比美国企业盈利能力强。尽管存在这样的因素，但我想并不是最关键的。在中国，企业三年连续亏损就要退市，如果中国企业利润水平低，那么尽管一开始证监会重利润导致企业上市，随着时间的推移原先上市的企业也会和不上市的企业一样，因为在经营过程中市场总会发生很多变化。经营环境不好也会导致企业利润水平不能维持，那么长期来看应该会有大量公司退市才对，因为美国上市公司退市的几乎和上市的一样多。但实际上中国上市公司退市的非常少，证明企业盈利水平整体还是比较好的。另外如果中国企业的整体利润水平不比美国的高，那么中国的储蓄水平就不会很高，经济增长也不会很快。但实际上中国经济的增速非常快，而且中国的储蓄率也很高。因此中国社会一般投资回报水平还是比美国高的。

对于美国一些高利润企业来说，由于公司采用的生产方式已经处于世界的前沿，那么最好的方式当然是保持高利润率，而不是盲目扩张，否则容易过剩，而且还会导致商品价格下降。不盲目扩张，那么对资金的需求就有限，所以就会高分红。而对于差企业，企业本来就不好，扩张风险大，那么更不愿意扩大经营，同样对资金需求有限。这导致了美国有钱贷不出的情形，那么利率低也正常。这就是高度繁荣，利润的增加来自于技术进步，而此时技术变迁已经比较慢，那么新利润增长点就少，那么就会高消费，

但对于在发展中国家的中国就不一样，发展中国家所使用的技术普遍不是最新的，可以低成本引进，使用的都不是最先进技术，旧技术本来就不是什么秘密，在技术取得成本低或者可以 0 成本取得的情况下，企业家看到什么赚钱就去干什么，所以企业容易扎堆进入某一个行业，从而容易导致产能过剩。企业容易扎堆进入某一个行业，这容易导致企业利润水平同质化，那么企业利润就会明显收敛，表现出来是分布曲线明显比较高，而且标准差比较小，企业同质化比较严重。

第 11 节 股东投资收益率

在不同的国家和地区社会一般投资回报水平往往存在很大区别，但无论怎样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资者来说需要投资的标的永远是在资产净利率分布曲线的右端。之前我们说过投资只需要标的满足三个条件就可以了，第一个条件是：股票投资的标的是一家好公司。第二个条件是：投资的股票有一个好价格。第三个条件是：公司有能力长期维持优秀的品质。之前谈的主要是如何区别一家公司是好公司，而现在主要讨论的是“好价格”。如果第二个条件不具备，那么尽管公司质量好，只要股价泡沫过大，严重透支未来，那么泡沫会严重压低投资的收益率。衡量股价是否过高的指标有市盈率和市净率，这两个指标尽管古老，但经久而耐用。

市盈率的计算公式如下：

市盈率 = 股价 / 每股收益

市盈率指的是投资者付出的每股价格是公司每股盈利的多少倍，投资者希望为公司盈利付出的价格越少越好，所以希望这个比例越低越好。市场上普遍认为市盈率在 25 倍以下比较合理，但事实上在不同的历史时期，合理市盈率的标准是不一样的。

当每股收益固定时，股价越高市盈率就越高，市盈率越高那么股价被高估得就越严重。假设每股收益为 1 元，股价为 40 元，那么当我们购买一股股票，也就是说我们投入到公司 40 元每年公司能带来 1 元的收益，所以市盈率就是 40 倍。40 元投入公司后每年有 1 元的收益，40 年之后就能收回到 40 元，也就是说我们收回投资成本需要的时间是 40 年。

市场上每家公司市盈率都不一样，而且市盈率是随着股价波动的。在一定时期内每股收益是一个定值，但股价却是随时波动的，当股票价格上涨时市盈率会跟着上涨，下跌时跟着下跌。股票价格涨得越高对投资者越不利，风险就越大，所以市盈率越高对投资者越不利，因为收回投资成本的时间被拉长。例如乐视网 2016 年市盈率高达 237 倍，也就是说 237 年后投资才可以被收回。而有的公司市盈率却只有 3 到 5 倍，例如建设银行 2016 年市盈率 5.2 倍，也就是说 6 年不到可以收回投资成本。市盈率就是投资者为公司每创造 1 元的收入所愿意付出的价格。

现在换一种计算方法，每股收益是投资者付出每股价格的结果，因为投资者付出了每股价格，所以获得了每股收益，那么我们可以得出以下关系：

股东投资收益率 = 每股收益 / 股价

也即是

股东投资收益率 =1/ 市盈率

每股收益代表投资者每股投资所获得的收益，而股价就是股东的投入。因此我们可以把这个指标视为股东投资收益率，也即是市盈率的倒数。

投资的目的是要获得高于社会一般投资回报水平的收益，否则就是失败的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，那么购买股票也一样，股票投资收益水平也应该高于社会一般投资回报水平。在一定时间里上市公司每股收益是稳定的，要让股票投资回报水平高于社会一般投资回报水平，那么只有当公司股价到足够低的水平才能达到。

不同公司每股收益都并不一样，每股收益是公司利润与股本的比值，只有利润高，那么每股收益才会高。但并不是说每股收益很高就证明公司的利润非常好，因为只要股本足够低，公司的每股收益就可以足够高。例如中国银行 2015 年的每股收益为 0.56 元，而一家风电设备生产公司金雷风电公司 2015 年的每股收益为 2.77 元。从每股收益来看金雷风电公司的每股收益是中国银行的 4.95 倍，但金雷风电公司的利润并不比中国银行的高，相反中国银行的净利润是金雷风电的 1235.14 倍。中国银行 2015 年净利润为 1794.17 亿元，而金雷风电 2015 年的净利润仅为 1.45 亿元，金雷风电的每股收益高主要原因就是因为公司股本小。因此并不能说公司的每股收益高，那么公司的业绩就好或者利润水平就高。

根据行业经济学的观点，企业实体投资回报水平会向社会一般投资回报水平收敛，而社会一般投资回报水平会逐渐趋同于市场利率，因此购买股票的投资回报率至少也要高于市场利率。市盈率越小股东投资回报率就越高，在每股收益一定的情况下，股票价格越便宜投资收益就越高。假如市场利率为 6%，当股票投资回报率和市场利率一样时，那么市盈率为 16.7 倍。2014 年中国各大银行贷款利率也在 6% 附近，那么股票投资的市盈率应该在 16.7 倍以下才合理。因为股票投资风险比较大，所以需要对贷款与股票投资之间的风险差别做一个收益补偿，因此股票市盈率应该还要再低一些。也就是说 2014 年股民投资能忍受收回投资成本的年限是 16.7 年，而不是市场上普遍认为的 25 年。如果说合理的市盈率是 25 倍，那么也就意味着股东投资的收益水平为 4%。尽管不能准确知道应该对股票投资风险与贷款风险进行多少风险补偿，但至少市盈率的倍数不应该超过利率的倒数。

把市盈率等于银行贷款利率倒数作为投资底线的目的是保证自己的投资回报高于社会一般投资回报水平。社会一般投资回报水平可以通过很多指标来体现，但是指标本身并不是社会一般投资回报水平本身。选取贷款利率作为衡量社会一般投资回报水平工具的原因是从长期来看企业投资的利润水平整体会向资金的成本收敛，如果资金的成本过高，那么企业会缩减投资，如果资金的成本过低，那么追加投资就会有利可图。资金的来源并不单单是银行，企业的资金来源可以是 IPO，可以是发行债券，也可以是向银行借款，但无论怎样这三种来源的资金成本长期来看也会趋于一致，因为如果差别过大，企业家自然会选择低成本融资方式。选取贷款利率来衡量社会一般投资回报水平的时候，贷款利率只是工具，大家不要把工具当作目的。

在衡量社会一般投资回报水平的过程中，只是简化认为银行利率就是社会资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的投资回报水平。在中国，企业投资的资金大多来源于银行，在 2014 年末，上市银行资产规模高达 104 万亿元，这些资产 90% 以上都是银行的负债，银行的负债基本都是社会储蓄，也就成了企业投资的主要资金来源，那么自然选取贷款利率来反映社会一般投资回报水平。但这不是唯一的标准，很多时候还需要参考其他渠道的资金成本。例如企业发行债券和发行理财产品也是资金的来源渠道，如果需要细致考察，还可以对公司债券票面利率、银行理财收益率等进行综合考察。我们的目的不是去寻找社会一般投资回报水平的准确值到底是多少，我们的目的是保障我们的投资回报水平明显地优于一般情况，千万不要把手段当作目的。例如表 8-1，表中债券票面利率最高的为 12 新查矿，票面利率为 7.2%，那么如果投资者投资的公司资产净利率高达 10% 以上，那么实际上公司的利润水平就是高的。

表 8-1　2016 年 5 月 9 日部分债券收益情况表

名　称	价　格（元）	票面利率
13 安信债	103	5.15%
10 复星债	103	6.00%
21 国债	108	4.26%
02 国债（13）	100	2.60%
GC001	----	0.70%
GC014	----	1.75%
12 新查矿	80	7.20%

在不同的历史时段，贷款利率并不相同，社会一般投资回报水平也会不一样，因此市盈率的合理值就不可能恒定不变。例如过去利率为 8%，那么合理市盈率就是 12.5 倍，2016 年利率普遍降到 6% 附近，那么合理市盈率就是 16.7 倍。当利率下降时，证明企业投资的回报水平正在降低，也证明对资金的需求不再像过去那么强烈，这种资金需求强烈程度下降的主要原因之一就是企业投资回报在下降，只有这样才会使企业降低对资金的需求，资金的成本才会降下来。如果说企业做实体投资的需求下降，那么投资股票的资金也就会增加，直到股票投资收益率相比于实体投资来说不再具有明显的吸引力。股票投资收益率下降的原因是公司股票价格快速上涨，每股收益短期来看变化不大，波动最大的是股价，股价快速上涨必然压低股东投资回报率。

如果说贷款利率是 8%，当市盈率高于 12.5 倍，也就意味着收回投资成本高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于12.5年。如果是这样，那么还不如把钱借给别人或者购买债券。但这并不是教条，对于一些标的优良的企业，公司股票价格通常也会高些，对公司高生息能力的资产就应该高赋值。但在我们无法准确对公司资产生息能力进行估值的情况下，为了保守起见就是不要让收回投资成本的时间太过高于正常水平，否则就会严重透支公司的未来，需要很长时间挤掉股价泡沫。如果公司市盈率尽管偏高，但只要不是高于标准太多，那么伴随公司的成长，每股收益的增加，也会将市盈率压低到正常水平之下。相反，如果公司市盈率低，看起来公司股价低，但也不见得就是值得投资的公司。假如公司已经进入萧条期，经营业绩和每股收益都不断下降，那么随着公司的经营，就算股价不变市盈率也会慢慢提高，直到公司股东投资回报水平低于社会一般投资回报水平，直到股价不再具有吸引力。

因此对于某些夕阳行业来说虽然市盈率偏低，这也是正常的，因为投资者预期这些企业未来给股东的回报会下降。如果预期每股收益会下降，那么当这种预期提前得到反映时，股票的市盈率也会偏低，例如钢铁企业。2016年8月24日宝钢股份的动态市盈率为13.2倍，实际上钢铁行业的很多公司市盈率都不高。为了把公司每股收益成长性考虑进去，所以在计算股票市盈率时还引入了成长因子，这么做的目的是对企业的成长性进行估计，动态市盈率里的每股收益是未来的预期每股收益，引入成长因子后的市盈率称为动态市盈率。

动态市盈率计算公式：

$$动态市盈率=静态市盈率*[1/(1+年复合增长率)^n]$$

也即是：

$$动态市盈率=\frac{股价}{每股收益\ (1+r)^n}$$

其中r为企业每股收益的增长性比率，n为企业的可持续发展的存续期，企业的存续期可以视为是无限长。当动态市盈率小于静态市盈率，证明预期每股收益是上升的，证明公司会越来越好。当动态市盈率大于静态市盈率，证明预期每股收益是下降的，证明公司会越来越差。当然从数字上来看是这层含义，但实际情况要比这复杂得多，一家公司的经营情况又岂能是单单通过一个指标就能够反映的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如下表：

表 8-2　2016 年中部分上市公司市盈率对比表

公　司	股价	每股收益	动态 PE	静态 PE	1/ 动态 PE	1/ 静态 PE
五粮液	27	1.54	17	17.5	5.90%	5.70%
交通银行	6.64	0.89	7.10	7.50	14.10%	13.00%
中国神华	15.10	1.85	13.60	8.20	7.40%	12.20%
上汽集团	21.80	2.54	8.50	8.60	11.80%	11.60%
全聚德	23.80	0.42	44.80	56.70	2.20%	1.80%
成飞集成	46.90	0.12	272.90	390.80	0.40%	0.30%
中国中期	32.70	0.04	511.90	817.50	0.20%	0.10%

从动态市盈率和静态市盈率的对比来看，当动态市盈率小于静态市盈率，那么证明公司是在成长的，反之则不具备成长性。对于成长性比较好的企业，自然应该高一些价格，对于成长性差的行业，那么相关企业整体市盈率就应该低一些。就日常看到的市盈率普遍所显示出来的都是动态市盈率，是计算机计算出来的结果，但计算机与人最大的区别是它没有感情，因此计算必然是非常死板的公式运行。如果企业经营发生较大的业绩变动，那么计算机马上就会给出公司到底是否处于成长阶段的结论，但这往往是不对的。因此如果说要通过动态市盈率去考察公司的成长性，那么应该多增加一些感情性的因素，多进行定性分析，多了解行业的前景。

有时候如果某个人极度看好某家公司，那么可能会导致感情泛滥的情形出现。他会尽量地夸大公司的好处，同时会尽量的忽视公司的缺点，从而导致对公司的估值出现严重错误。而为防止过多的感情因素使投资步入危险境地，那么再乐观的情形也不要使静态市盈率长期高于标准范围。例如如果市盈率高于 33.33 倍，也就意味着投资者投资这家公司当前的股东投资回报率大概为 3%，那么就算公司再怎么优质，3% 的投资回报确实太少了。还有另外一种情况是公司的市盈率很低，公司的每股净资产也很低，也就意味着公司用有限的资产实现了高利润，那么投资者自然愿意为此付出多一点价格，尽管股价严重高于每股净资产。实际上这也是危险的，如果公司利润高并且市盈率低，看起来股东的投资回报率很高，但是别忘了股价本质上是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格。如果公司这种高利润只是一时的，那么一旦接下来公司的利润水平回归到正常状态，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价就会变得很危险。例如太极集团，这是一家中成药生产企业，2016 年上半年每股收益为 2.259 元，如果按照这一利润水平，那么 2016 年公司的每股收益会在此基础上翻一番达到 4.518 元；2016 年 10 月 28 日公司的股价为 19.70 元，如果按照 4.518 元每股的收益来计算，那么公司的市盈率为 4.36 倍，而这一天公司的动态市盈率为 4.4 倍。如果按照 2016 年前半年的每股收益来计算，那么股东的投资回报率水平高达 22.73%。但实际上如果此时去投资这家公司的股票是危险的，因为这家公司的股价并不便宜。因为截至 10 月 28 日，公司的每股净资产仅为 3.84 元，也就是说股价是公司每股净资产的 5.13 倍，从每股净资产来看公司的股价是高的。另外，如果投资者看到了 2016 年上半年公司实现了每股 2.259 元的收益，但这只是一时的，因为在 2015 年同期公司的每股收益仅为 0.4216 元，公司每股收益同比增长 435.82% 本身是不可持续的。而且投资者仔细考察会发现，2015 年上半年公司的营业收入为 38.47 亿元，净利润为 1.86 亿元，而 2016 年上半年公司的营业收入为 38.87 亿元，但净利润高达 9.59 亿元。也就是说公司 2016 年上半年营业收入是没有怎么增加的，可是公司的净利润增加得这么多，那肯定是有原因。通过考察发现，在公司利润表里 2015 年上半年公司的投资收益为 4.34 亿元，但是到 2016 年上半年公司的这项目收益却高达 11.41 亿元，同比增长 162.90%。这种突出的变化导致公司的净利润骤然增加，再继续考察，公司的投资收益之所以增加是说公司丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生了 1.82 亿元的利得，处置长期股权投资产生了 9.60 亿的收益。但是公司并不是每年都有这种股权处置，在不增加营业收入的情况下所带来的利润增加实际上都是不可持续的。因此当公司市盈率看起来很低时投资者还要考察公司的利润情况，看是否是突然变化造成的结果，然后再分析这种变化是否可持续。另外如果公司的市盈率很低，但是如果公司的市净率很高，那么公司的股价一样不值得投资。因为投资者很可能会因为感情泛滥导致过高估计公司的盈利能力。

投资条件有三条：一是购买股票的价格足够低，二是公司的利润足够好，三是公司要具有长期维持优秀品质的能力。当公司利润足够好时，投资者对公股价的赋值也会比较高，在股票市场称为透支未来，高出市场价值的部分就是股东对未来预期增加业绩的赋值。巴菲特认为以一个很低的价格购买一家一般的公司不如以一个合理的价格购买一家优秀的公司股票。实际上只要公司优秀，那么尽管当前买入价格比较高，但是伴随公司未来每股收益和每股净资产的不断增加，市盈率也会被逐步地压低，股价泡沫会逐步地被挤掉，泡沫被挤掉之后股价还会继续上涨。对于这种市盈率高于正常水平的优秀公司来说，由于预期是感性的，为了保证感情不泛滥就需要注重历史收益，不要购买市盈率过高的股票，尽管公司看起来很有前景。其次，衡量公司业绩是否能够持续增长要看公司是否存在各种壁垒，如果公司缺乏经营壁垒，那么就不要在市盈率高于标准范围时购买它的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。

投资者经常会发现有的板块公司市盈率普遍都很高，而有的板块公司市盈率普遍很低，例如 2016 年初，大部分银行股市盈率都在 10 倍以下，而对于网络科技类股票来说，市盈率基本都在 20 倍以上，有的高达几百倍。通过对行业整体市盈率的考察可以看出什么行业被看好什么行业被看坏，也能反映出哪些行业处于高速成长期，哪些行业处于成熟期。但是通过对行业市盈率高低考察只能得出大家普遍认为哪些行业是被看好而哪些行业不是，这只是一种市场预期。市场预期很多时候都是错误的，市场不可能永远是对的，否则就不会有经济危机。很多时候市场对某些行业的预期会被过度看好或者看坏，不随大流的方式就是无论大家如何看好某一行业，市盈率高了就不要去参与投资。由于市盈率高低是大家对行业成长性预期所体现出来的结果，而这种预期很多时候是不对的，那么自然就会时常出现泡沫或者出现难得的投资机会。例如像 2008 年出现了严重的股价泡沫，而在 2014 年却出现难得的投资机会。

对于传统行业来说由于行业存在时间长，行业生产技术相对来说比较成熟。对于同行业各个企业来说，大家经营所采用的技术和管理方式都比较类似，彼此之间也没有太多的秘密，因此企业之间的利润水平会高度收敛。例如通过考察百货行业的上市公司资产净利率会发现大家的利润水平都差不多。对于企业之间利润水平高度收敛的行业来说，对这些企业的估值也会比较接近，因为企业同质化非常严重。也正是这些企业的利润水平普遍接近于社会一般投资回报水平，无论是利润水平还是企业之间的市盈率水平都是高度收敛。相反，对于那些新兴行业来说，由于大家都处于探索阶段，每个企业都并没有高度一致的发展方向，大家都在向人类的技术边缘四处探索，探索的成果就会成为彼此间的商业秘密，研究的成果会转换为自己的竞争力。在这样的情况下，新兴行业的投资回报水平收敛性并不高，成长性也并不高度一致，那么对相关企业的赋值也不会高度一致。因此对于新兴行业来说，企业的市盈率差别是非常大的，例如医药行业。对于传统行业来说，可以通过选择相比于同行业平均市盈率水平低的企业进行投资。但是对于新兴行业来说，更多地就要去考察公司经营的特殊性。

在这里只有知道了合理的市盈率，才能合理地估计出股票该有的价格。在有些情况下该行业某几家公司的市盈率极高，从而拉高了行业平均市盈率，在这样的情况下就可以选择大多数公司具有相差不大的市盈率作为行业合理市盈率。从而计算出该公司股价相对于行业的估值水平，如果所有公司都被高估，那么只能证明这个行业存在严重泡沫。

市盈率又叫本益比，当每股收益为负时市盈率也就是负数，理论上不会有谁愿意为亏损付出价格，除非存在特殊的目的。例如公司的亏损只是暂时的，或者只是看中公司其他的某些资产和优势。如果说公司经营一直都是亏损的，那么自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然不会有人愿意为公司股票支付价格，市场也不可能存在永远亏损的公司。很多情况下由于公司亏损是暂时的，所以如果公司经营突然发生亏损从而导致股价下跌，股价下跌有时候是有利于压低投资成本的。公司经营本身就具有不稳定性，对于优质公司来说，短暂的亏损可以通过未来的盈利来弥补，因此不能通过公司短期的经营业绩来衡量公司的经营能力。我们在看市盈率时，我们必须注意公司多年来每股收益的变动情况，公司每股收益的激烈波动会对公司的市盈率带来不稳定的影响。公司获利能力并不会因为短期的亏损而改变，公司业绩会不会受到威胁要看公司经营的环境是否发生不可逆转的改变。如果公司经营环境恶化，而且难以好转，那么就是处于盈利中的企业一样不值得投资，低市盈率很可能也只是一时的现象。

价格高低是投资者们对公司的认可度，每股收益是公司成绩的主要体现之一。一家公司从幼年期经过成长期、成熟期、萧条期时每股收益会体现出不同的特点。假设在这过程中不增发股票也不缩减股票，那么公司在幼年期时每股收益可能会很不稳定，公司规模小，抵御风险能力差。所以这样的情况可能会导致公司每股收益波动比较大，亏损与盈利交替出现。当公司步入成长期后公司已经取得了一定的规模，实力大大增长。这时公司的快速成长会让每股收益快速上升，公司资产的快速增加表示公司经营可投入的资源不断增加，这与每股收益的增长会形成螺旋式的上升，这一过程又被视为规模递增。为了体现公司成长性的价值，股票价格会节节攀升，市场对高成长的公司也会赋予比较高的价格，此时公司股票的市盈率也会比较高。当公司进入成熟期之后，每股收益可能就会长期稳定在某一个期间，公司可以实现稳定的分红但是缺乏成长性。也正是因为缺乏成长性，所以进入这一阶段的公司通常会进行高比例分红。当公司进入成熟期之后，公司市盈率也会为这种成长性的缺乏而变得比较低，人们认为公司接下来的一个生命阶段就是萧条期，步入萧条期后随着公司经营业绩的下滑每股收益也会慢慢下降，而这一过程又叫规模递减。

当每股收益已经确定时，市盈率会随着股票价格的变动而变动，就是说股东投资回报率会随着股票价格波动，股价越是上涨，股东购买股票的成本就越是增加，购买资产的成本越是增加，那么收益率就会越低。在考察市盈率的过程中，主要看公司多年正常情况下每股收益的水平，通常情况下公司每股收益长期来看会是稳步增加的。因为伴随公司的经营，公司会把利润转化为资本，公司可投入的资源会越来越多，如果投入的资源增加，那么公司的净利润自然也会增加，每股收益也会稳定上升。但在公司成长的过程中如果受到突发因素的影响，在某些年份公司的利润水平会突然增加或者突然降低。在股价没有多大变化的情况下，公司利润的上升会突然压低公司的市盈率，但这并不能就因此得出值得投资结论，因为突发的利润增长缺乏可持续性。例如同方股份，这是一家电脑设备生产公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2015 年公司的每股收益为 0.45 元，净利润为 21.63 亿元。2016 年一季度公司的每股收益为 1.76 元，公司的一季度的净利润为 52.46 亿元，在 2016 年 8 月 25 日公司的动态市盈率仅为 2.2 倍。从每股收益的变化上看公司的每股收益出现了大幅度增加，但如果仔细考察公司收入增长的原因会发现是因为公司一季度的投资收益从 2015 年一季度的 1.68 亿增长到 62.56 亿元。而公司投资收益的大幅度增长是因为出售同方国芯控制性权益 36.39% 股权并将剩余 4.99% 的股权按公允价值确认为可供出售金融资产形成控制权处置收益所导致的。实际上这种收益的突然上升是不可持续的，所以投资者在考察公司的业绩水平时应该剔除掉出售资产所带来的影响。

当经济环境良好时每股收益会大幅提高，当经济不景气时每股收益会下降，只有考察公司长期的经营情况才可能了解公司的盈利能力。如果说公司的业绩会发生周期性的变动，那么股票价格通常会随着公司业绩的波动而波动，当公司业绩增长，股价自然也会随之上涨。由于股价波动与公司业绩的波动呈现明显的正相关，聪明的投资者发现公司每股收益稳定的区间时，他可以选择公司业绩差时买入公司股票，因为公司业绩差时恰恰对应的是公司股价低的时期。在公司业绩差时买入股票的前提是公司的质量本质上没有恶化。

我们无法确定下一年的每股收益是多大，但是我们可以从过去的一些数据找到合适的区间，我们可以从过去每股收益的变动区间来推测下一年度每股收益可能出现的数值范围。在前期谈技术分析的时候说到技术分析并没有预测性功能，在正常情况下短时间内股价波动类似物理学的布朗运动是毫无规律的，实际上没有谁能预测未来。但有人也会说“如果是这样，那么财务分析也没有预测性功能”，因为今年的财务数据和去年的财务数据是不一样的。实际上财务分析和市场上很多人所说的技术分析是有本质区别的，市场上很多技术分析来自于主观的臆测，但财务数据是公司经营的结果。分析财务数据的目的并不是去预测公司未来会怎样，而是去了解公司经营的情况是怎样的。技术指标是股票价格变动的结果而不能作为预测价格的手段，但公司经营是连续的；因为公司的经营是连续的，所以公司过去的经营对未来是有影响的。例如公司过去经营所产生的商誉、技术、规模、人才等等对下一年的经营情况都是有影响的，公司上一年的客户群体不可能在下一年就全部消失掉，因此公司的业绩不可能一下子就变为 0，这种连续性会方便投资者估计下一个年度的每股收益范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8–3　每股收益稳定性案例表

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
A 公司每股收益（元）	4.5	4.1	3.8	5.0	4.7
B 公司每股收益（元）	5.0	1.1	4.8	–1.2	3.9

如果公司经营业绩是稳定的，那么在正常情况下投资者有理由相信下一年公司的每股收益与这一年大体相当，因为这是基于公司经营业务决定的。例如表 8–3，对于 A 公司，我们有理由相信第六年的每股收益在 4 元到 5 元的区间，我们可以认为股价在 55 元左右较为合理。对于 B 公司来说我们可以看出每股收益所在的区间，但是我们很难确定下一年度每股收益的情况。但实际上投资者会选择在每股收益为负的情况下购买股票，因为我们认为亏损不会持续，而亏损会导致股价下降，股价下降会给投资者带来低价买入机会。对于每股收益波动比较大的公司来说，通常是由公司业绩大幅度波动导致的。公司业绩波动幅度大，那么证明公司的经营的风险比较大，基于风险的考虑投资者尽量不要去购买这样公司的股票。

很多投资者认为购买公司的股票就是购买公司的未来，如果公司的前景好，业绩增长得快，那么就值得投资。过去的已经过去，而能给投资者带来收益的是公司的未来，因此考察公司每股收益变化的趋势很重要，但实际上这是存在一定缺陷的，因为投资者很难把握这种预期会成为现实。因此在考察公司的预期收益时也要保证公司目前的股价不会太高，并且购买该公司股票按照历史业绩投资者可以获得足够的收益。

表 8–4　每股收益的变动趋势案例表

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
C 公司每股收益（元）	4.5	5.0	5.5	6.0	7
D 公司每股收益（元）	9.0	8.5	8.0	7.5	7

我们可以看到表 8–4 中的 C 公司和 D 公司在第五年公司的每股收益都是相同的，但是当我们计算这 5 年平均每股收益时我们会发现 C 公司的为 5.6 元，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

D 公司这 5 年来每股收益平均为 8 元。假如说公司规模业务都很相似，而且公司的股价相差不大。但是投资者通常会选择购买 C 公司的股票，尽管 D 公司平均每股收益比 C 公司高很多。因为投资者发现 D 公司的每股收益在下降，而 C 公司的在上升，虽然我们不知道这种趋势是否还会持续但是我们更愿意选择 C 公司的股票。之所以选择 C 公司是因为公司的每股收益呈上升趋势，而 D 公司呈现下降趋势。实际上做这样的选择是有一个前提的，那就是这种趋势在未来还会持续下去。如果要考察未来公司的经营业绩可能发生的变化，那么就需要有更多的定性分析。

因此我们在关注市盈率和股东投资回报率时，要关注多年来每股收益的变化情况。虽然这些变化不能确定下一年度的情况，但是我们至少可以得到一个区间，至少不会让我们犯太大的错。这比关心股票价格的变动重要得多，我们在关心股票价格时必须建立在公司足够优秀的基础之上。

第 12 节　股票价值

投资一家公司需要标的公司具备三个条件：一是公司是一家优质公司，公司的资产净利率长期维持在社会一般投资回报水平之上；二是公司股票价格要足够低，如果公司股价很高，那么再优质的公司也会缺乏投资价值；三是公司能够长期维持这种优质的品质。因此在选到一家优质公司之后还要对公司股票进行估值，对股票进行估值的本质就是寻找股票的合理价格。如果发现股票当前价格与合理价格存在巨大偏差，那么就应该做出相应的交易决策。如果当前价格低于合理价格应该买入股票，相反则是卖出，事实上这里的合理价格指的就是股票的价值。

有人认为股票的合理价格是由股票的供给和需求均衡点来决定的，供给等于需求时所确定的价格就是合理价格。如果真的是这样，那么股票价格永远都是合理的，因为在任何时候盘面上表现出来的价格就是供给与需求的价格平衡点，但显然股价并不会永远合理。有人说股票的供给量越少需求量越大，那么价格就越高。因此他们认为小盘股应该有更高的价格，市盈率和市净率越高的股票越值得买，因为正因为大家都在买，所以市盈率和市净率才会高，既然大家都愿意去买，那么它就值得买。因为盘子越小的股票证明这家公司的股票供给量很少，市盈率和市净率越高证明人们对这家公司的股票需求量越大，因此泡沫越大的股票越值得去买，这叫作物以稀为贵。所以我们才会发现中国很多小公司的股票价格非常高，因为它们的股票供给有限，容易操纵，而大公司的股票价格非常低，理由是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"炒不动"。

事实上不能简单地把微观经济学里的供需曲线用于股票市场，供需曲线衡量的是商品供求价格变化的关系，但是当股民把这一规律用到股票市场上之后进行的推理普遍都是错误的。供求关系用于商品市场是因为商品有价值，但用于讨论股票供求关系时事实上股票本身是没有价值的。在过去，股票是一张纸，现在股票是一堆电子数据，而无论是"纸"还是"电子数据"它们本身是没有价值的，或者说价值趋近于0。由于股票本身并没有价值，那么当把供需曲线用于分析股票的时候就会得到不对的结果，如果说一个物品没有任何价值，那么无论它的供给量有多大或者有多稀少都不会有价格。

如果说要去讨论股票的供需关系，本质上是去讨论公司资产的供需关系，卖出股票就是卖出公司资产，买入股票就是买入公司资产。如果说一家公司资产的质量好，那么价格自然高一些，如果说公司资产质量不好，那么价格自然低一些。尽管公司资产的量也有限，如果从量上来考虑，那么只要需求足够高，公司的资产价格也即是股价可以足够高。但事实上人们之所以对公司资产有需求，认为公司的资产有价值，主要原因有二：第一是公司的资产本质上就是能够变现的有用物品，第二是公司的资产能够生息。因此人们对公司资产的需求决定于资产价值的大小和资产生息能力的高低，当公司资产价格过高，那么投资者对公司资产需求就会减少，因为投资收益太低，资产价格泡沫太大。因此从这里来看，并不会因为公司资产的稀缺而导致价格会无限上升，因为投资者会选择其他价值更高、生息能力更强的资产做投资。

公司股票之所以有价格是因为其背后有资产作为支撑，价格是价值的货币表现形式，只有商品才有价值，但股票本身并不是商品，我们买卖股票本质上是在买卖上市公司的资产。因此股票的价格决定于每股净资产，股价与公司每股净资产是呈正相关的。

股票市值指的是公司市场价值（股本与股价的乘积），是公司净资产价值的货币表现形式，因此公司市值应与公司净资产成正相关。股票交易的本质就是公司净资产所有权的交易，买卖公司资产就像买卖市场上普通商品一样，但公司资产与普通商品还是有区别的，因为公司净资产属于生息资产。因此对公司资产进行定价主要由两方面构成，一是公司净资产的价值量大小，二是资产生息能力的大小。

公司市值定价公式：

$$市值 = 净资产 + \Phi$$

$$股价 = 每股净资产 + \Phi \ / \ n$$

将 Φ 视为公司的盈利能力，公司利润水平越高，公司的盈利能力也就越大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此合理的市值也就越大，市净率也就越高。

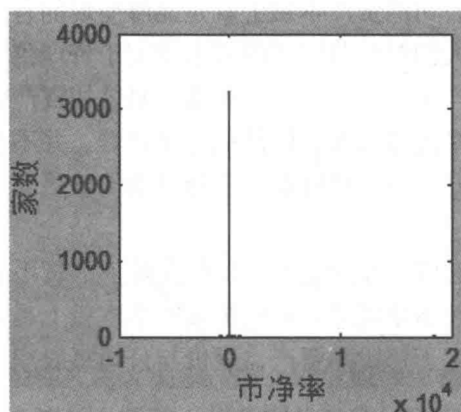
由于公司盈利能力是一个无法量化的因素，因此对公司盈利能力进行估值通常带有较高的主观随意性。按主流投资界的观点，不应该投资市净率超过 5 倍的股票，也就是说每股价格不要高于每股净资产的 5 倍。对公司盈利能力的估值不应该超过净资产的 4 倍，先暂且接受主流观点。

市净率 = 股价 / 每股净资产

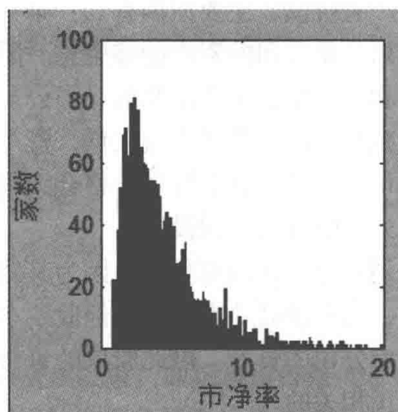
用如下公式表示股东获得每股净资产的情况：

y= 每股净资产 / 股价 =1/ 市净率

股价是股东获得每股净资产的成本，每股净资产是股东付出价格的结果。将 y 定义为股东净资产的获得率。如果说 5 倍市净率是合理的估值，那么股东每付出 1 元的价格获得的每股净资产为 0.2 元，事实上这依然是一个相当低的水平。但假如市净率高于 5 倍，那么股价确实是一个非常高的价格。



（a）A股市净率分布图



（b）a 股 0 到 20 倍市净率分布图

图 8-14　2016 年 8 月 29 日下午 13:20 分市净率分布图

从市净率分布来看，2016 年 8 月 29 日中国 A 股市净率普遍都在 4 倍附近，平均市净率为 7.266 倍。在 2016 年 8 月 29 日，上证指数所显示的相关股票市盈率大概为 13.9 倍，也即是说投资者投资股票的投资收益率大概为 7.19%，整体来看是比较合理的。从投资收益来看由于 A 股投资收益较为合理，因此市净率的分布整体来看应该也是较为合理的。从如 8-14 的（b）图来看，市净率普遍都在 4 倍附近。因此对于主流经验观点不购买市净率超过 5 倍的股票是合理的。所以一般情况下我们可以这样来衡量市净率合理的水平，在股市合理市盈率的倒数与社会一般投资回报水平相等的情况下，上市公司市净率收敛的中心就是合理市净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率。由于对公司盈利能力估值有较高的主观随意性，这一部分定价主要来自于定性分析，为了不让感情因素对估值产生过于严重的影响，所以可以令公司盈利能力估值不超过公司净资产的 4 倍。

假定公司盈利力估值是公司净资产的 k 倍，则：

市值 = 净资产（1+k）

Φ =k* 净资产

在 k 一定的情况下，我们就可以得出市值与公司净资产成正比的关系。由于股价是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，因此股价与每股净资产应该呈现正相关性。支撑股价上涨潜力的大小是公司每股净资产的增速和每股净资产与股价的偏差程度。可以说每股净资产增速是支撑股价上涨的核心因素。

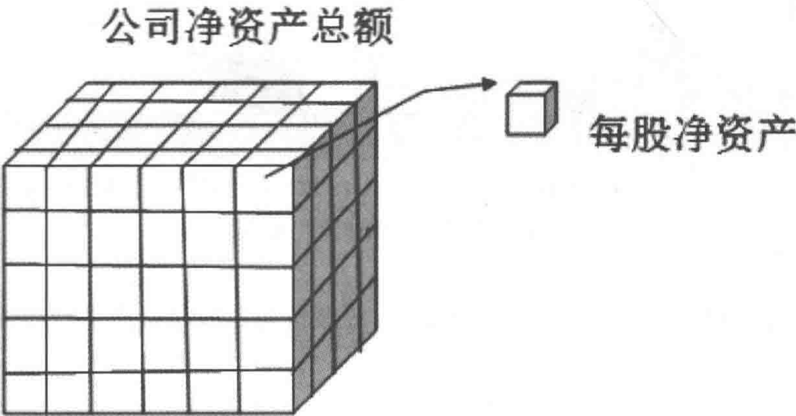


图 8-15 公司资产示意图

由于股价是公司每股净资产的货币表现形式，所以每股净资产越高那么每股价格应该也越高。既然每股价格是每股净资产的货币表现形式，那么在股价合理体现公司每股净资产价值和股本不变的情况下，我们可以得到两个结论。

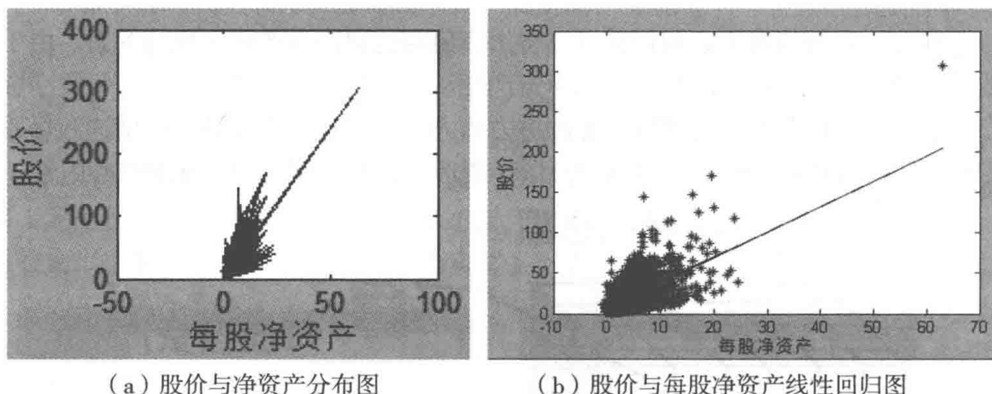
结论一：公司股价未来潜在的上涨空间取决于公司净资产可膨胀的空间。

结论二：公司股价未来潜在的上涨速度决定于公司净资产增长的速度。

通过对 2016 年 8 月 26 日上市公司股价和每股净资产的统计发现上市公司的股价与每股净资产的相关系数为 0.4858。整体来看上市公司股价与每股净资产的相关程度还是比较低，由于中国股市投机因素很强，从而导致股价与每股净资产的相关度比较低。但是在中国股票市场，通常投机性强的股票是小盘股，大盘股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机性明显要弱得多。由于大盘股股本大，不容易受到投机资金的操纵，那么对于股票来说就只好做投资，因此大盘股股价显得要合理和理性得多。通过考察股市风格板块里大盘股的相关系数，发现 2016 年 8 月 26 日大盘股股价与每股净资产的相关系数高达 0.712。由于大盘股投资要理性一些，因此通过考察大盘股可以发现股价与每股净资产的相关性非常强。随着公司的经营，一家好公司的每股净资产会慢慢提升，而每股净资产的提升就会慢慢地推动每股价格上涨。利用最小二乘法可以计算出 A 股股价与每股净资产的线性关系式。



（a）股价与净资产分布图　　（b）股价与每股净资产线性回归图

图 8–16　股价与每股净资产关系图

2016 年 8 月 26 日利用最小二乘法对 a 股股价与每股净资产进行线性回归可以得到如下关系：

$$q=7.1103+3.1345*n+\alpha$$

q 为股价，n 为每股净资产；从回归结果来看，抛开投机性强的股价不谈，投资者如果仅去考察那些股价较为合理的股票，那么股价与每股净资产的相关系数很可能会远高于 0.712。2016 年 8 月 26 日风格板块大盘股股价与每股净资产的相关系数为 0.712，因此股价与公司每股净资产相关度是很高的。所以投资者以一个合理的价格买入一家优质公司的股票，那么伴随公司的经营和伴随公司每股净资产的提升，公司的股价长期来看是会涨的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-5　2015 年部分上市公司价格资产比

公司名称	股价（元）	每股净资产（元）	市净率	股东资产获得水平
五粮液	27.57	11.00	2.51	0.40
上汽集团	21.30	15.04	1.42	0.70
格力电器	22.85	7.47	3.06	0.33
东阿阿胶	52.74	9.96	2.30	0.19
北大医药	15.35	1.55	9.90	0.10
慧球科技	27.11	0.01	2711.00	0.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　价值分析

第 1 节　市值与公司资产

价值投资是一种顺应价值规律的行为，核心在于投资满足三个条件的投资标的：一是公司股票价格足够低，二是公司的利润水平足够高，三是公司要有能力长期维持这种高利润水平。关于价值投资的三个条件中，维持高利润水平条件主要目的是保证公司长期都具备投资价值并且能够为投资者带来高回报。首先只有高利润的公司才能给股东带来丰厚的投资利润，其次是高利润可以推动公司快速成长。优质公司给股东回报的方式大体有两种，一是高分红，二是少发股利，高积累，让公司资产快速膨胀。无论哪种方式都是以公司经营高利润作为前提的，高额派发股利可以让股东得到实实在在的现金，让公司资产膨胀，可以让股东持有的股票快速上涨。因此衡量股东回报能力大小的核心是公司的利润水平，而这种利润水平的维持至少需要一定的资产规模，只有公司的规模达到一定程度，那么其利润水平和成长速度才有保障。如果一家公司的资产规模很小，那么尽管公司的利润水平高，但是这样的利润水平依然很难得到保障。因为规模过小的企业必然缺乏竞争力，缺乏竞争力必然不能长期维持高于社会一般投资回报水平的利润。

要看一家公司的规模和实力有多大，更多的是去看公司的资产规模，而这个我们只需要查阅公司的资产负债表就可以得到答案。与公司资产规模相对应的就是公司的市值，规模庞大的公司市值通常也很庞大，因为一家庞大的公司总比一家小公司值钱，至少公司的资产规模与公司的市值是呈现正相关的。2016 年 11 月 2 日 13 时我计算中国 A 股市值与总资产的相关系数为 0.6963，因此公司股价与公司资产是呈现相当高相关度的。

资产包含负债和所有者权益。很多上市大公司的资产负债率超过 50%，银行的资产负债率甚至高达 90% 以上，除此之外建筑业的负债也明显过高。例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2014 年中国重工资产负债率高达 72%，资产约为 2100 亿；中国建筑资产负债率高达 80%，资产约为 8700 亿；万科资产负债率高达 80%，资产为 4600 亿。很多大公司资产规模大，但负债也高，但这并不是绝对的。例如在 2014 年大秦铁路，资产负债率为 24%，公司总资产约为 1000 亿；再如上港集团，资产负债率为 40%，公司资产为 8900 亿；中国神华资产负债率为 49%，公司资产为 1900 亿。在 2016 年 10 月 31 日，中国 A 股上市公司房地产企业的平均资产负债率为 65.31%，而中国上市公司平均资产负债率 42.40%。但实际上股价指的公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，市值指的是公司净资产的价值，虽然公司对公司的负债有使用权，但并没有所有权。因此投资者考察股价与公司净资产的关系较为直接。

我们考察上市公司的市值情况，首先发现银行的市值普遍都很大。例如在 2016 年 11 月 2 日 13 点 40 分，有市值记录的 22 只银行股平均市值为 2546.51 亿元，很明显，银行股的市值普遍都非常大。在 2014 年 10 月 28 日，中国重工市值为 1120 亿。中国建筑市值为 990 亿，万科为 874 亿，大秦铁路为 1131 亿，上港集团为 1206 亿，中国神华为 2401 亿。在这几家建筑公司中，中国重工的资产最少，但是市值反而最高，而且公司的负债率也是最小的。万科和中国建筑的负债相似，但是中国建筑的资产要高出许多，同时市值也要高出许多。

从本质上来看，公司的市值指的是公司净资产的价值，因为负债部分的资产公司只有使用权而没有所有权，而且还必须为此付出成本。因此严格来说，公司的市值与公司的净资产高度相关，而不是公司的总资产。当我们认为公司市值与公司资产规模呈正相关性的时候是把不属于公司财产的负债考虑进去的，但这并不影响结论的正确性。首先一点，正常情况下一家公司的负债规模与公司的净资产是呈正相关的，如果公司的净资产很少，那么不可能从银行获得大规模的贷款，因为公司可抵押的资产非常有限。所以公司负债规模大的前提是公司可抵押的资产要多，整体来看公司的净资产越多，那么可抵押的资产就越多，可取得的负债规模就会越大。所以公司负债规模与公司的净资产呈现正相关，在 2016 年 11 月 3 日 A 股上市公司净资产和负债的相关系数高达 0.9237，可以说 A 股上市公司负债与净资产是高度相关的，加上公司市值与公司净资产也呈现正相关，所以公司的市值与公司的资产规模是成正相关的。另外，由于公司市值与净资产呈正相关，而负债又与净资产呈正相关，所以市值与负债也是呈现正相关的。通过考察 2016 年 11 月 2 日尾盘上市公司市值和公司负债的相关性，发现中国上市公司市值与公司负债的相关系数高达 0.6794。

在公司进行生产和经营的过程中，负债对公司利润的产生做出了贡献。如果没有负债，那么公司是不可能产生那么多利润的。如果公司经营利润水平高，那么增加负债就等于增加生产投入，那么公司创造的利润水平就更高。在这样的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，那么负债增加是有利于实现股东利益最大化的，所以对于负债多的企业可以多付出一点投资价格。但是对于业绩差的企业来说，负债是不利于公司经营的，那么这样负债越多，对股东越不利。

我们可以得出如下关系：

资产 = 负债 + 所有者权益

令公司市值是所有者权益的 k 倍，负债是所有者权益的 i 倍，则：

市值 =k* 所有者权益

负债 =i* 所有者权益

由此可以推出

市值 =k* 总资产 / (1+i)

正常情况来看，公司的市值与公司的资产呈正相关，那么也就是说只要公司资产快速增长，在股本不变的情况下，公司的股价也会快速增长。公司市值与公司资产呈正相关的本质在于公司价值，即公司净资产的价值，因此考察每股净资产增长的速度更为实际和直接。在公司经营过程中，利润是公司资产运作的结果。如果公司能够合理地利用负债资产，那么对实现股东利益最大化是好的，在这样的情况下分析公司负债就是一个非常重要的部分。但在特别情况下，公司资产规模很大，但是公司的净资产却为负值，这是公司经营不善的结果，但也不是普遍现象，而且在这样的情况下，公司的资产规模也很难扩大，因为已经缺乏继续借贷的基础。

第 2 节　成长性与安全性

公司市值与公司的资产规模呈现正相关，这是普遍的规律，但具体情况要复杂得多，决定公司市值的除了资产规模因素外还有很多其他的原因。例如不同行业公司资产规模和负债比例相差会很大，而且就算是相似的资产规模和负债率，公司的市值差距也会很大，因为投资者对不同行业看好的情况并不一样，因此对不同公司资产的定价也会不一样。例如对于两家相似的公司，也许投资者认为其中一家的董事长要诚实一些，于是愿意给这家公司定价高一些。可是诚实还是不诚实或者到底有多诚实这是很难量化的，因此影响公司定价的因素很多也很复杂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且对于资产规模相似的公司来说，公司的经营情况通常也不一样，那么市场对公司的定价也会不一样。因此公司资产规模与市值的相关性只能从大致的方向来评判。

公司市值与公司资产规模呈现正相关性是因为市值是公司资产的价格，细化到股价就是每股价格是公司每股净资产的价格，那么每股净资产多一些，价格自然也应该会高一些。但有时候就算两家公司的每股净资产是一样的，股价也不一定相等。因为每股净资产质量不一定相同，如果其中一家公司投入等量的每股净资产但创出的利润要多一些，那么股价也应该要高一些。假设每股净资产一样，但是其中一家的每股收益要高得多，那么每股收益高的就证明公司投入单位每股净资产获得的利润高，那么价格自然也应该会高一些。在当今中国股票市场，我们会发现一种现象，小公司的每股净资产价格普遍比较贵，大公司每股净资产的价格比较便宜，直接体现是小公司市净率普遍比较高，而大公司市净率普遍比较低。例如很多银行市值就直接跌破公司的净资产，2016 年 7 月 4 日上证指数所显示的平均市净率为 1.49 倍，而创业板指的平均市净率为 3.82 倍，创业板市净率水平大约是上海市场的 2.56 倍。之所以会发生这样的现象是因为资产并不同于普通商品，普通商品无论是一次性消费品还是耐用品都总会被消耗掉，可是公司资产这种商品属于生息资产，能够给股东带来现金流。如果公司资产生息能力强一些，也即是公司资产在特定规模下获利能力强一些，那么对公司资产的赋值就应该高一些。股价是公司每股净资产的价格，但是这个价格主要由两部分决定，一个是公司每股净资产的大小，另外一个是公司每股净资产生息能力的大小。

市场普遍认为小公司资产生息能力要强一些，大公司资产生息能力要弱一些，认为大公司普遍已经进入规模递减，资产生息能力越来越弱。小公司可以成长为大公司，但是大公司继续长大已经越来越难。另外一个重要原因是人们认为小公司股价更容易被操纵，而大公司操纵困难，这是投机者的普遍想法，而这一想法普遍流行于中国股票市场。

一家大公司自然应该有一个大的市场价值，例如 2014 年某日中国石油公司的市值为 13799 亿元，这是市场给该公司的定价，很显然该公司的市值很大。还有国内的四大银行，这样的公司规模庞大，营业额巨大，而且到处都能见到这类公司的身影，路上四处可见中石油的加油站，还有农业银行、工商银行、建设银行等银行的营业厅随处可见。大公司普遍已经很难再继续成长，因为市场几乎饱和，总不能把加油站开到月球上去吧？对于很多大公司来说，公司从上市之日起就已经是成熟庞大的公司，而投资者也不能享受前期公司成长带来的收益，现在买入这些大公司的股票基本只能享受成熟时期的稳定收益。如果公司的成长性缺乏，那么只能以低价来弥补，这就是为什么中国大公司股票普遍会破净。投资者普遍希望投资处于成长扩张时期的公司，这样市值快速增长能够带来资本的快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增值，而不是投入到一家成长困难和公司规模基本已经定型的公司。对于大公司来说，由于公司资产过于庞大，在基数非常庞大的情况下很难实现成倍的市值增长，而小公司资产基数小，成长空间大，这就成了追逐小公司股票的理由。这也是为什么大公司的市净率普遍很低而很多小公司的市净率普遍很高的主要原因之一。人们可以认为高市净率是对高成长性的补偿，相信未来公司的成长会压低股票的市净率，只要每股净资产增长得足够快，那么市净率总会被压下来。而大公司的市净率只需要稳定在相对较低的水平就够了，因为这是对公司成长性缺乏的一个定位。

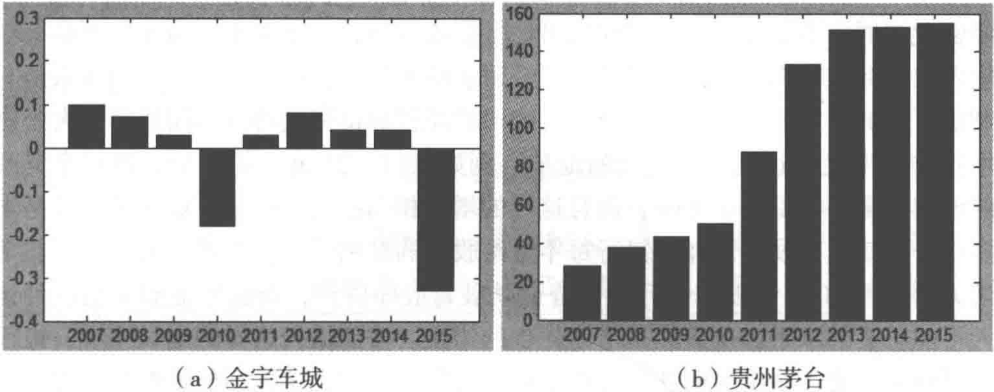
小公司与大公司市净率的对比是相对而言，因为他们之间本身的市净率也会发生变化，只要公司股价不断波动，那么市净率也一样是不断变化的。例如牛市到来，这时公司的市净率普遍都会上涨。相反熊市会令市场的市净率普遍降低。

由于大公司成长空间小，小公司成长空间大，所以寻找能快速扩张的公司应该在小公司寻找。例如 2016 年 7 月 4 日市值 28 亿的黄河兰州市值增长 10 倍到 280 亿相对容易，而市值 12,240 亿的工商银行市值增长 10 倍到 122,400 亿是非常困难的。市值小的公司能有更多的扩张潜力和空间，市值从 5 亿翻十倍只需要增长 45 亿，可从市值从 10,000 亿增长一倍就需要增长 10,000 亿。例如在当今各国，美国实力最强，但是 GDP 的增速远远不及很多小国家。像美国这样的国家 GDP 增速能达到 3% 就已经很不错了，同样也是因为基数太大。正因为如此，中国也很难在保持改革开放时那样的 GDP 增速，因为目前的基数已经越来越大。投资成长性高的小公司是好的，但是并不是公司越小越好，因为公司如果太小缺乏一定的规模优势，那么公司的经营就会变得很不稳定。因此可以投资小公司的股票，但是公司的规模不能小到经营业绩不稳定。例如说金宇车城这家公司，这是一家做纺织业务的公司，截至 2016 年 11 月 9 日公司的市值仅为 27.13 亿元，在 A 股总市值排行榜上排行倒数第 7，公司的总资产为 4.78 亿元。由于公司规模比较小，所以经营业绩整体来看也是不稳定的。相比之下贵州茅台公司规模尽管比较大，但是由于公司经营业绩稳定，利润整体来看都是呈现稳步向上的。

表 9-1　金宇车城和贵州茅台利润增长表　　　　单位（亿元）

时间（年）	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金宇车城	0.10	0.07	0.03	−0.18	0.03	0.08	0.04	0.04	−0.33
贵州茅台	28.3	38.0	43.1	50.5	87.6	133	151	153	155

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（a）金宇车城　　（b）贵州茅台

图 9-1　金宇车城和贵州茅台归属上市公司股东净利润变化图

投资者投资成长性高的小公司是好的，但是这种成长性实现的前提是公司经营业绩要稳步上升。小市值公司还处于成长期或者幼年期，通常是新兴的公司，在市场上相对要有潜力，由于公司产品未在世界每个角落都销售，因此扩展潜力大。假如公司产品已经在世界的各个角落销售，那这家公司毫无疑问会是一家规模庞大的公司，规模再扩大就是产能过剩，对于大公司来说保住利润率和市场份额才是关键。

从理论上来看巨型公司缺乏扩张潜力，至少和小公司比起来普遍是这样。但是也不能绝对地认为小公司的成长要比大公司快，因为有很多小公司经常是亏损累累，经营困难，资产多年持续萎缩，抵御风险能力差，甚至容易破产。例如甘肃皇台酒业股份有限公司资产规模和市值都不高，但公司也并不是高速成长的公司。

表 9-2　甘肃皇台酒业股份有限公司成长表

时间（年）	总资产（亿元）	归属上市公司净利润（亿元）
2008	5.39	–0.59
2009	4.75	0.07
2010	4.24	–0.59
2011	4.34	0.05
2012	4.48	0.10
2013	4.68	–0.29
2014	4.96	–0.39
2015	5.41	0.06

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小公司尽管成长的潜力和空间比大公司要大许多，但是很大一部分小公司的经营业绩通常不稳定，有时利润成倍地亏损或者增长。很多小公司因为不具有规模效应而导致非但不能高速成长反而经营业绩不稳定，因此购买小公司股票是有利也有弊的。大公司通常不这样，大公司的经营显得稳定得多。而且有的大公司增长的速度足以达到令人羡慕的地步，例如银行。21 世纪初以来，银行净资产的增速很多每年都高于 15%，而且这样的增长相当稳定和高速，这样的增速是很多小公司望尘莫及的。加上银行每年分给股东的红利，银行的业绩事实上是非常诱人的。但 2013 年以来银行股价普遍跌破每股净资产，市盈率低到 4 倍这种让人不能忍受的水平，这显然是市场先生的错误。按照银行这样的增长速度，银行还可以更庞大，至少目前还是高速成长的大公司。但是这并不能推翻我们之前所说大公司普遍缺乏成长性和成长空间的观点，因为有特殊的情况存在。大公司资产基数过大历来会成为大幅增长的瓶颈，这种瓶颈的根本来源是业务的饱和，而资产规模只是表面现象。只要公司的产品市场足够大，那么增长就可以足够快。

银行无论是净资产还是总资产的基数都很大，理论上同样很难保持高速增长。但这些年事实证明银行资产增长的幅度相当稳定而且惊人。2016 年中国经济总量是世界第二，但是中国的银行却很少，银行市场中几大上市银行占据了很大市场份额，小型村镇银行完全无法与其竞争。而在美国，银行的数量远远地超过中国。所以中国的几家银行成了中国信贷资金的主要供给方，中国很多企业要想通过 IPO 或者其他方式直接融资要么非常困难，要么资金成本非常高。例如企业要想从 P2P 市场融资，那么利率可能高达 50%，相比之下从银行借钱是较为容易和成本较低的。如果企业要想从股票市场融资，那么必须经历漫长的等待和严格的审核，有的企业甚至没法上市。没法上市的企业需要资金，那么基本上就只有求助于银行。只要求助于银行，那么银行手里的资金就是社会的稀缺资源，是大量的人都想得到的稀缺资源。拥有大量稀缺资源（即资金）的银行能获得高利润就不足为奇了，如此一来，那么银行的资产就能获得很高的增长率。

因此中国银行业有其特殊性，这是一个高度集中的行业，如果几个大银行占据了市场很大的份额，那么自然利润也就集中在几个大银行。只要借贷规模以足够快的速度增长，那么银行的利润就可以快速增加。对于一个社会来说，借贷规模能不能快速增长，或者说借款需求高不高，主要决定于两个因素：一是企业有没有利润足够多的投资机会，二是银行利率是否足够低。对于中国来说，中国近些年出现了奇迹般的经济高速增长，而且这种增长是人类历史上从未有过的，既然经济能够如此高速增长，证明投资在这些年都非常旺盛。投资之所以非常旺盛的根本原因在于社会存在非常多的投资机会，投资收益比较高，这才是追加投资和增加储蓄的原动力。就目前来看中国经济增长速度依然很快，证明这样的投资机会依然很多，因此信贷资金的需求依然非常旺盛，加上银行贷款利率也并不高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

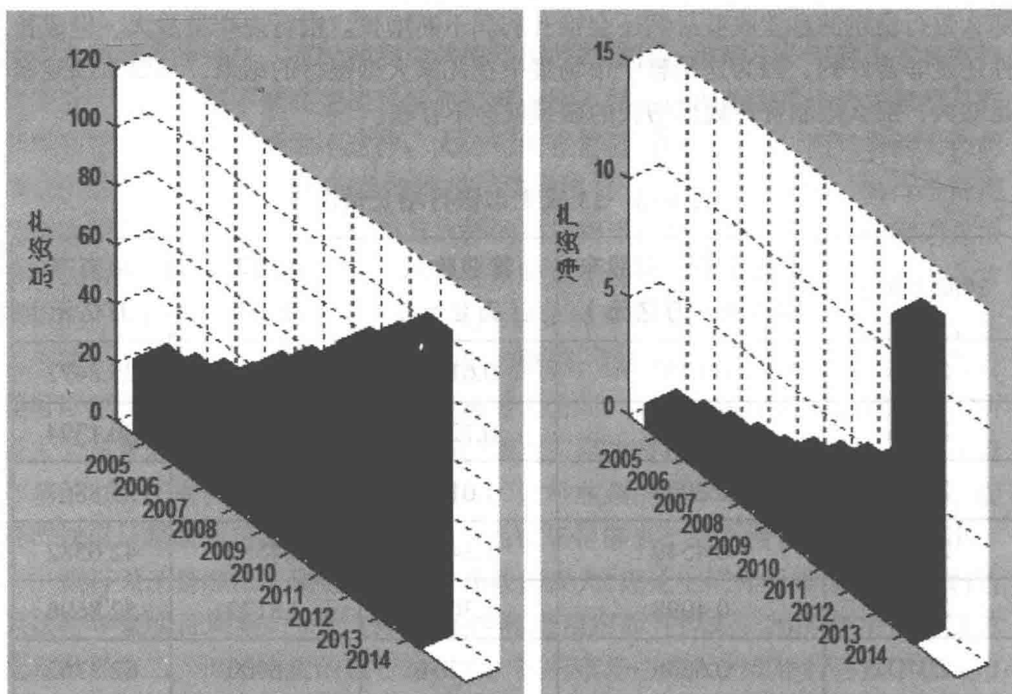
那么银行稳定的息差收益必然还会推升利润不断增长。银行规模虽然大，但成长性还是非常好的，因为这是整个市场集中在几家大型银行的结果，只要市场规模足够大，那么限制资产规模增长的瓶颈就会不存在。

表 9-3　15 家上市银行增长情况

时间（年）	归属上市公司股东净利润（万亿元）	营业收入（万亿元）	净资产（万亿元）	总资产（万亿元）
2005	0.1397	0.6163	1.0594	25.8472
2006	0.1829	0.7247	1.5399	30.1394
2007	0.2928	1.0104	1.9423	35.8867
2008	0.4549	1.3408	2.4587	42.0582
2009	0.4998	1.3668	2.8172	52.8698
2010	0.6646	1.7204	3.6900	62.3752
2011	0.8570	2.1877	4.4279	71.0888
2012	1.0037	2.5362	5.2742	83.5865
2013	1.1321	2.8465	6.0157	92.8063
2014	1.2189	3.2548	13.2243	103.0573

（注：这 15 家银行包括平安银行、宁波银行、浦发银行、华夏银行、民生银行、招商银行、南京银行、兴业银行、北京银行、农业银行、交通银行、工商银行、建设银行、中国银行、中信银行，数据由这几家银行经营业绩求和而得。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（a）总资产增长图　　（b）净资产增长图

图 9–2　15 家上市银行总资产和净资产增长情况图（单位：万亿元）

银行业增长之所以如此之快，主要原因是市场的庞大和银行数量少，因为任何地方都会需要资金，所以市场空间就会很大。限制公司成长性的不是公司资产规模的大小，而是公司市场空间的大小。只要公司市场空间足够大，那么再大的公司潜在成长空间也会很大。只不过说社会上大公司普遍会遇到市场饱和的问题，所以小公司成长空间大于大公司成长空间是基本规律。

小公司虽然说普遍具有成长空间大的特点，但小公司也存在不如大公司的地方，小公司抵御风险的能力要小得多。假如世界再次发生经济大危机，小公司很容易倒闭，而对于工商银行这样的大公司就不容易倒闭。大公司很可能在大危机中屹立不倒，而小公司却要脆弱得多。一般情况下，大公司虽然增长困难，但是抵御风险能力强，而且取得了规模效应。但是投资者们通常还是喜欢小公司，理由是高风险高收益，尤其对于中国人更是如此。对于聪明的投资者来说需要在成长性和安全性方面达到一个艺术平衡。

规模效应除了抵御风险能力强，而且在公司生产经营过程中规模效应对压低单位成本非常有帮助。假如在制药行业有两家生产同质药品的公司，一家是市值 800 亿的大公司 A，公司业务遍及全国，每年的营业收入都很高，公司每年能生产 10 亿盒药物。另一家是市值为 8 亿元的小公司 B，每年只能生产 1 千万盒药物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

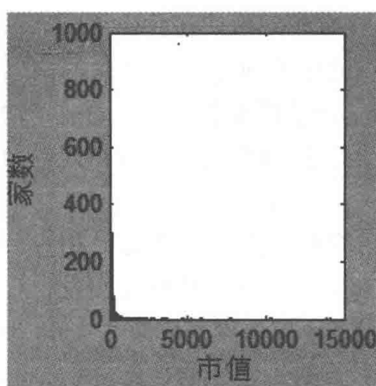
而两家生产的药品都对环境产生了污染，现在政府要求他们各拿出 1 千万来治理环境，对于 A 公司来说把这 1 千万分摊到药物的生产成本上，每盒的成本增加了 1 分钱。而对于 B 公司来说，把 1 千万分摊到产品成本上去，每盒成本增加就是 1 块钱，B 公司的成本增加是 A 公司的 100 倍。这就是大公司取得规模效应的好处，可以压低单位生产成本。

大公司经得起突发事件的冲击，而小公司应对突发事件的能力相对就要弱一些。1989 年 3 月 24 日埃克森·瓦尔迪兹号超级油轮从阿拉斯加出发，很快油轮发生触礁泄漏，大概有 5000 万升原油泄漏而出，漏油覆盖海面达 1300 平方千米。事故发生几天后，3 万多只海鸟以及海豹和无数的鱼死亡，超过 11,000 人和 1000 艘船参与清理污染，埃克森公司支付了 20 多亿美元清理石油污染。对于一家大公司来说可以支付 20 多亿美元清理污染，但如果发生事故的是一家小公司的大油轮，那么事故的发生对公司的影响可能就是毁灭性的。

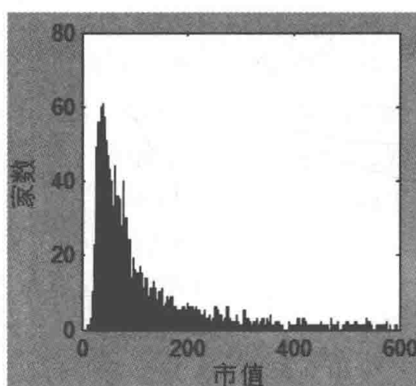
大公司对意外事件的风险抵御能力很强，而小公司则可能因为意外事件而倒闭，很容易会严重影响公司业绩。对于大机构来说，他们害怕风险，偏向于投资大公司，享受公司成熟时带来的稳定利润，从而保证自己的资金更为安全。而很多小投资者则普遍喜欢小公司。

什么才是大公司？就得拿公司的市值和同行业的相比，市值相对较小的就是该行业的小公司。另一个就是拿公司的市值和所有的公司比较，例如中国目前市值百亿以上的很多，那么市值在百亿以下 50 亿以上的算是中小公司了，50 亿以下的算是小公司了。100 亿到 200 亿的市值也差不多是中等公司，而 500 亿以上的公司已经够大了，上千亿市值的无疑是一家大公司。对公司规模大小的定位并不是一成不变的，随着通货的膨胀和经济的发展，很多年后 500 亿的市值也可能算是一家小公司。所以在这里我们并没有严格地划分，因为公司市值是相对的，投资者可以考察上市公司市值分布来衡量公司市值规模的大小。选取 2016 年 8 月 25 日 A 股收盘上市公司 AB 股市值作为样本空间，A 股的平均市值为 168.3 亿元，如果按照平均市值来看，那么公司市值超过 168 亿元的就算是比较大的公司。从图 9–3 可以看出 2016 年 8 月 25 日中午收盘大部分上市公司的市值大多都在 100 亿左右，市值超过 300 亿的上市公司的市值分布越来越小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（a）上市公司市值分布图



（b）600 亿以下市值分布图

图 9-3　2016 年 8 月 25 日上午收盘上市公司市值分布图

直接有效区分公司规模大小的方式除了看公司市值和市场对公司的定价外，可以查看公司的产品和公司的业务是否已经将触角伸向全世界，业务是否已经饱和。假如公司的产品和服务还是在局部地区被销售，只有少量的人在使用，而公司的产品和服务很受人们欢迎，适合全社会的人，还有很大一部分人和很大一部分地区公司的业务没有触及，那这就是一家有潜力的公司。至少公司规模还可能扩张数倍甚至更大，购买该公司股票的投资者同样有可能得到数十倍的回报。

小公司的股价受到公司业绩扩张速度的影响，业绩高成长以及前景好的公司股票可能大涨，而业绩跟不上，市场前景不好公司的股票很难上涨。比较小的优秀公司股票上涨就比较独立，股价波动与大盘指数的相关性比较小。

中国股民偏爱小公司的正统理由普遍都是小公司成长空间大，而大公司却不具备这一条件。但很多时候从内心深处来看，这并不是实话，更多是因为小公司股本小，炒作容易，这才是选择小公司的理由。在中国股票市场投机者多，投资者少，如果要为投机找一个正当理由，那么只能是美其名曰“公司成长空间大”。但如果真的是从投资角度来考虑，不光是要成长空间大，而且还需要这种成长有保障，而成长的保障就是公司经营的业绩好。可目前所形成的情形是只要公司股本小，股价普遍就高，而不管公司的经营业绩。

市场有一种看法是既然小公司的成长性好，大公司的成长性差，那么小公司才是中国的未来，因为中国的未来需要成长，而不是停滞。而且普遍发现一个问题，在过去中国的股票市场改革是为了配合国企改革，为了引入西方公司制度，为了引入投资者来监督上市公司的运作，从而解决上市公司经营效率差的问题。所以在老一批上市公司中，普遍是国企以及传统的重工业企业，当传统的大企业普遍实现上市之后，当前上市的很多是一些新兴科技公司，而且这些公司规模普遍比较小，因此普遍被认为成长空间大。例如 2016 年 11 月 7 日次新股板块的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均股本为 4.06 亿股，而 A 股上市公司平均股本为 18.69 亿股，上市公司平均股本是次新股平均股本的 4.16 倍。再者，现在很多互联网科技公司上市，很多人认为这些公司才是跟上时代步伐的公司，这些公司的发明创新能力强，所以是中国经济的未来，而很多大公司就像一潭死水。确实，发明创新非常重要，而且很多新发明也都来源于小公司，所以看起来小公司充满活力，但实质上并不见得如此。小公司的发明创造多是因为社会上的小公司多，当小公司的数量非常多的时候，来源于小公司的专利绝对数量就会多，但并不能因此就认为只要是小公司就前途一片光明。大公司之所以看起来新发明少，这是因为大公司的数目少。就两类公司来说，小公司资产规模小，因此反而大公司才有实力为发明创造提供更多资金，很多重要的发明创造更多来自于大公司。大公司能够提供的发明创造资金多，而且能够提供的人才也多，自然成功的概率会更大。另一方面，尽管小公司数量多，但是大公司在国家经济中也占有非常重要的比重，因此就单家公司来说，大公司对经济的影响比小公司重要得多，大公司依然是国家的主要经济力量。如果说大公司普遍出现问题，那么国家经济必然出现问题，因此对小公司的预期很多时候明显被夸大。

在成熟的资本主义国家，反而是大公司的股票价格比较高，而小公司的股票价格非常低。因为他们的侧重点与中国股民完全不一样，他们更看重的是稳定回报，而中国股民的侧重点是股价的活跃度。在美国，公司的分红会严重影响到公司的股价，而在中国，永远不分红而且业绩平平的公司只需要一个好的想象空间就能让股价快速上涨。在成熟的资本市场，人们认为大公司的经营非常稳定，所以风险小，能够给股东带来更多的回报，因此愿意赋予其股票更高的价格。而小公司经营不稳定，可能业绩暴增，也可能巨亏，小公司给股东带来的回报并不稳定，所以股民只会为其支付很低的价格。例如在发达的资本市场，小公司股票普遍出现破净，而且市盈率在 10 倍以下的公司非常普遍，公司的成长潜力很难增加公司股票的可投资价值。而这种现象与中国股票市场是相反的，根本一点在于投资文化和资本市场运行的制度不同。

之所以出现如此大的差别在于投资者的出发点不一样，中国股民普遍看重成长性，而外国股民普遍看重安全性。成熟的资本市场普遍经历了多次金融危机，所以风险意识深入骨髓。而对于中国股民来说，20 世纪 90 年代建立股票市场以来，并没有经历过太多金融风暴，东亚金融危机并没有明显波及到中国，2008 年金融危机所造成的伤疤在 4 万亿投资刺激下很快被人遗忘。另一方面，中国股票上市普遍看重上市公司的会计利润，而且这么多年来，股市不断扩容，上市之后股票退市难，那么股民自然不用担心股票退市问题，就算遇到快要破产的公司，经过资产重组之后继续上市，而且股价还会因此大涨。这种无退市和破产之忧的心理更是降低了中国股民的风险意识，而其他国家不一样，大量股票退市，很多公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司破产。无论是退市还是破产都可能导致投资者血本无归，那么投资自然要谨慎，自然要选择经营稳定的大公司进行投资。而中国股民缺少这种退市危机和破产危机的心理，那么自然普遍会选择高成长性的股票进行投资。

第3节 黑匣子

公司投入资本，然后生产商品和提供服务，购买股票的投资者是公司资本的提供者。自从公司的所有权和治权发生分离以来，公司的股东是公司的实际出资人，公司的职业经理人只不过是公司管理者。公司之所以能够创造出利润，这是投入资产的结果，投入的资产是因，利润是果，而公司运作是利润产生的必要过程。而股东投资收益的根本来源是公司创造的利润，股东投资的资本是因，得到分红和资产价值的增加是果。分红收益来源于公司的净利润，如果公司没有利润，那么也就不存在分红。对于一家优质公司来说，如果公司不分红，而把所有的利润留存作为下一年投资的资本，那么资本的增加也是股东投资的回报。正因为投资了这家公司，虽然没有分红，但是股东所拥有的净资产增加了，增加的部分就是投资的回报。因此公司就像一部财富创造机器，把人力、原材料和资本投入机器，最终创造出利润。过去微观经济学认为企业就是一个“黑匣子”，把资源投入黑匣子，然后产出利润，至于企业本身是什么那无关紧要。

企业的这个黑匣子就是一个系统，购买股票就是在购买公司这个赚钱的系统或者是购买这个赚钱系统的一部分。获得丰厚收益的首要条件是准确选择了一个优秀的赚钱系统，其次是看购买这个优秀赚钱系统或者购买这个系统一部分的价格是否划算。

我们希望公司把所有的资源都用在生产上，因为这样才能实现股东利益的最大化。但是在现实中公司一些人和一些资产是不直接进行生产的，例如公司的管理人员是并不直接生产商品的。但是管理人员的管理让公司这个系统得以运作，所以公司管理人员、后勤人员的存在是必要的，如果公司只有工人，那么这部创造财富的机器依然不能运作，由于管理存在是必要的，所以有了体力劳动和脑力劳动之分。对于个体工商户，可能他们一个人就可以完成这个系统的运作并创造出利润，但这并不是说明只要有生产人员就可以，在这种情况下个体工商户只不过是身兼数职，而大公司只不过是进行了更为完善的专业分工。从亚当·斯密的《国富论》反映了专业分工可以大大提高生产效率，所以产生了现代公司治理制度。整个公司系统必须由很多部门相互配合才能很好地运作，有些部门尽管并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接从事生产，但确是这部机器得以运作的保证。

公司除了人力投入之外还有资源投入，而生产要素投入是非常复杂的，投资者可以找一个审计机构来审查公司投入了多少资源，然后创造了多少利润，但是审计机构却不能解释这样的投入是不是必要的。例如说公司买了很多豪华汽车，公司管理层可以说公司为了更好地创造利润和更好地办公，所以买了豪华汽车，但投资者也并不知道到底这些豪华汽车是否是投入生产的必要。还有其他很多辅助资源，例如装饰公司的饰品，这些对公司的生产是几乎没有影响，没有它们公司依然能创造出相同的价值。再如土地，公司的运作和生产必然需要一定的空间，但是有些土地对于公司的生产是几乎没有多少影响的。例如公司花钱在公司门口买了一块地，而这块地是用来栽种一些花草，增加公司环境的美观程度。购买这块地公司付出了代价，这块地也被计入了公司的资产，但是这块地对公司的生产并没有直接贡献。再如公司为了增加员工的生活质量，为员工建了球场。这块球场是公司的资产，公司也因此付出了代价，但这并不能直接提升公司的生产能力。从人道主义来说这是应该受到赞扬的，但是作为投资者来说更关心的是利润，看公司是否把资源都用到刀刃上。我们并不是说完全地否决建球场，投资者关心的是对于建球场这样的方式是不是显得必要，假如说是公司经营的需要，是创造利润的需要，那么就是必需的。例如某家大型的酒店，建球场反而使公司的经营设施变得更为完善和更具有竞争力。同理，对于酒店这样的公司进行大量装饰显得是很必要的，因为这是提升竞争力所必需的。而对于生产电子产品的企业来说建球场是不会直接提升公司的产量和利润的，至少在目前是这样。我们通常不认为员工不会进没有球场的工厂。

我们需要区分公司的资源是否都是为了增加利润而进行的必要投入。例如很多基建公司，他们有大量的资源、大量的地产。这些地产在还没开发的时候是公司的不动产，在公司的账面上占了公司资产的大部分，但是在一段时间内对公司产生的利润却没有多大贡献。我们并不是说这类资产是无效资产，只是这类资产长期闲置反而占用了公司的大量资源。也是出于这个原因，很多公司的股票价格会跌破公司的净资产，因为这其中很多资产对公司的利润做出的贡献不大，或者公司资产的生息能力弱。所以要尽量避免这类拥有大量资产，但是对公司经营利润贡献不大的公司。例如同花顺公司，这是一家软件服务公司，2015 年在公司的总资产中，货币资金占比高达 85.5%。无疑同花顺拥有大量的货币资金资产，在所有资产中，除了货币资金之外其他资产都很少。如果投资者是因为公司的货币资金多所以去买公司股票，那么实际上是不对的，因为公司股价在 2015 年高达 70 元每股。同花顺公司货币资金占总资产的 85.5%，假设我们忽略其他资产，假设公司所有的资产都是现金，那么公司的现金为 35.58 亿元，而公司的负债为 14.31 亿元，假设公司偿还所有负债之后现金剩下 21.27 亿元。同花顺公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本为 5.38 亿股，相当于公司每股拥有的现金为 3.95 元。如果是这样子，那么相当于投资者在用 70 元的现金交换 3.95 元的现金，显然这是不明智的。当然，投资者可以是看中同花顺的成长性，但是对于一家手握现金资产占比达到 85.5% 的公司来说证明公司真正投入经营的资源是很有限的，如果公司投入生产的资源很有限，那么凭什么可以带来高成长？如果看中公司成长性，那么公司应该尽可能地在高利润项目上投入资源，这样才可能带来高速成长。如果公司把资源握在手里而又不投入，那么这种成长是不可持续的。因此对于快速成长的公司来说不应该大量持有现金资产。但是对于一些股价很低而公司现金资产又很多的公司来说，出于价值低估的目的去投资公司的股票，那么这是有优势的，因为投资者可以用很少的现金换得更多的现金。例如假设同花顺的股价不是 70 元每股，而是 1 元每股，那么投资这家公司的股票就是很有优势的。

表 9-4　同花顺 2015 年资产表　　单位（亿元）

项　目	
总资产	35.58
固定资产	4.06
货币资金	30.42
其他	1.10

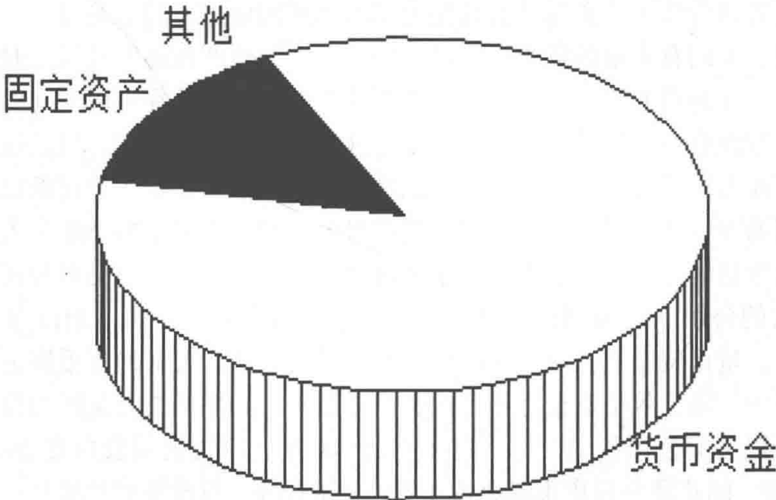


图 9-4　2015 年同花顺各项资产占比图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出于特殊的目的我们也可以做特别的投资决策。例如公司拥有大量的地产，但是这家公司是做服装的，这些地产对公司服装的生产几乎没有做出任何贡献。这家公司虽然资产庞大但是公司市值很低，甚至大大低于这些土地的价值，当土地价格快速上涨时投资者可以冲着这些闲置资产而做出投资决策。因为我们这时已经不是在购买服装企业创造财富的能力,而是直接奔着这些闲置土地资产而去。我们购买股票的初衷就是为了购买这个赚钱系统而去的，但假如公司拥有大量的资产，而这些资产的价值又被大大低估，那么出于资产价值被低估的考虑也可以购买这样公司的股票。

在公司生产经营过程中，有的资本投入可能是不必要的，可能只是出于增加某些管理人员福利而增加的资产，但由于信息的不对称，那么投资者也不知道这样的投入是否必要。对于公司所有者来说，他们也不能很好地去监督经理人员的行为：第一，通常公司所有者由于管理知识的缺乏，所以才会雇用职业经理人管理公司，相比于职业经理人来说由于相关业务知识的缺乏所以并不好监督职业经理的行为；第二，如果公司所有者本身就是一个具备丰厚管理经验的人，那么也没必要亲自监督职业经理人的工作行为，因为如果要去监督，那还不如自己来管理。而对于股民来说，他们也缺乏监督公司管理层的动力，因为股民的意志是不统一的，如果某个股民去监督管理层的工作，那么他付出的是自己的努力，而受益的是所有股东，因此股民也不愿意去做。因此对于股民来说，如果发现公司的职业经理人是一个不敬业的人，那么大不了卖出公司的股票就是了。

对于股民来说，可以从两个方面来评判公司职业经理人到底是不是一个好的职业经理人。首先我们认为一个好的职业经理人能够给公司带来好的业绩，尽管这并不是绝对的，另外只要公司业绩非常好，那么职业经理人好不好又有什么关系？投资者要的是利润。如果一家公司的业绩从长期来看比同行业的其他公司要好，那么我们可以认为这家公司的职业经理人是好的。因此选择好职业经理人的公司就要去选择业绩长期比同行业好的公司。如果职业经理人很优秀，但公司业绩还是不好，那么这样的公司也不值得投资。另外还要看职业经理人是否诚实可靠，可以通过查阅职业经理人的资料来考察职业经理人是一个什么样的人，所以有人说购买一个公司的股票就是在购买这家公司的职业经理人，职业经理人能否很好地整合资源对公司产出影响非常大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 节　行业利润特性

购买公司股票就是在购买一个赚钱的系统，或者是在购买这个系统的一部分，所以应该选择赚钱能力最强的系统。而衡量一家公司获利能力可以利用资产净利率这个指标。公司创造的利润是果，投入的资本是因，而投入的这些资本获利能力到底是强还是弱完全可以通过资产净利率来得到反映。当公司投入的资产确定，那么资产净利率越高，获利能力就越强，投资者可以选择资产净利率尽可能高的企业进行投资。但除了看公司资产净利率的水平外还要看公司当前的资产净利率是否可维持，如果是短暂的高水平，那么一样不具备投资价值。

每个行业的公司资产净利率相关度非常大，这通常是由行业的特性决定的，因为同行业中大家都在做大体相同的业务，因此大家的盈利水平普遍会比较相似。有的企业可能具有特殊优势而获得比较高的利润水平，有的则因为处于劣势而利润水平比较低，但在正常情况下利润水平都会比较相似。不同行业的资产净利率有着明显的差别，因为不同行业经营的业务有着明显的不同；经营业务区别过大，那么经营利润水平也会出现明显的区隔。例如在 2012 年白酒类公司的资产净利率是相当高的，而且这些公司的资产净利率差别也不是很大，例如五粮液、泸州老窖、洋河股份、贵州茅台等，它们的资产净利率很多都高于 15%；而对于建筑行业，它们的资产净利率很多都在 5% 附近，有的甚至更低；对于银行就更低。

在各个行业中，越是传统的行业并且存续时间越久的行业，相关公司的利润水平就会越相似。行业存续的时间越长，那么经营的业务就越成熟，相关的生产技术也越稳定，公司之间更是越少有秘密可言，因此大家的利润水平都非常相似，而且利润水平相当稳定。例如百货行业，2014 年百货公司的资产净利率水平普遍在 8% 附近。相反，对于新兴行业来说，利润水平就并不高度收敛。对于新兴行业中的企业来说，每家公司开展的业务都处于技术的前沿，未来该往哪个方向发展大家并没有达成共识，而且也没有成熟的先例可遵循，那么大家只好各自发展各自的。一家公司的研究成果自然不会让另外一家公司知道，大家探索的方向又不相同，那么结果差别必然也会很大。有的公司可能开发某项技术成功因此而获得很高的利润，另外一家公司因为研发失败而导致大幅度亏损。例如互联网行业，现在互联网公司非常多，但是业务趋同性却很小，大家都在从各个方向探索科技的前沿，有的成功，有的失败。因此这些企业的经营利润水平差别会很大，在不断探索的过程中失败的可能性也会很大，因此前沿科技行业的公司通常经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩很多并不稳定。

从行业资源的流动性来说，资源会从业绩差的公司流出，流到利润水平高的行业，如果是这样子，那么全天下的公司利润水平都会大体一样。但事实并非如此，尽管有的行业利润水平比较低，但并不见得资本会大规模地撤出；有的公司利润水平非常高，但不见得会有大量资本流入而导致竞争加剧。因为行业之间存在转换的壁垒，例如看到医药行业赚钱，但是钢铁公司不能转去生产药品。第一，生产钢铁的设备不能直接拿去生产药品。第二，生产钢铁的技术不能拿去生产药品，如果没有相关技术和经验，轻易转行风险非常大。如果是这样，那么继续经营自己最熟悉的行业是最理性的选择，尽管利润低一点，但不用冒转行的巨大风险。除非有一天行业全面恶化，继续经营只会亏损，冒险转型带来的期望收益高于继续经营的收益，那么就应该转型。

对于一些个别企业来说，它们能够长期获得高于社会一般投资回报水平的利润，那是因为它们存在经营的业务壁垒，例如贵州茅台只能在茅台镇生产，这样的地域壁垒会阻碍其他想进入的资本。作为公司壁垒的可以是一种文化、一种技术、一种秘方、一种政策或者地理条件。因此由于种种阻碍的存在，从而导致不同行业和不同公司存在不同的利润水平。而对于投资者来说，壁垒就是守住利润的长城。

对于地域壁垒、文化壁垒和政策壁垒来说这是很难改变的，尤其是地域壁垒和文化壁垒，可是技术壁垒是可以通过企业的努力或者企业自身而得到改变的。技术壁垒容易在科技行业或者技术性密集的产业中形成，公司可以通过加大研发投入的力度来获得技术壁垒。例如医药行业的资产净利率普遍也很高，这其中一个原因是医药行业普遍存在高利润，当人们生病或者出了什么意外需要去医院时，为了健康我们不得不接受医院提出的苛刻条件，这是人类害怕死亡的心理决定的，这为医药行业的暴利性提供了条件。除此之外，医疗技术和相关医疗设备很多有较高的科技含量，而且很多公司拥有很多医药技术专利，因此技术壁垒高。一旦涉及到科学知识问题，通常都会涉及到专利问题，而这些为医药公司带来了很高垄断利润，可以利用差别化产品来分割市场，取得产品的定价权。伴随人们收入水平的提高，人们对医疗服务需求是不断增加的，因此目前医药行业就是一个高成长行业。直接体现就是医药公司的股票价格涨得很高，有的市盈率高达上百倍，市净率高达数十倍。这是对高利润、高资产净利率的认可。但是对于地域壁垒和文化壁垒就不是通过努力能获得的，这些壁垒具有很强的排他性。

要想知道这些年来行业的成长性和资产净利率水平，只需要对各行业上市公司利润、资产和营业收入的增长情况进行加总就能知道哪些行业成长最快，哪些行业利润水平最高。而在同行业中，通过查阅各上市公司的利润表和资产负债表可以计算出行业的平均利润水平，可以得到行业的平均资产净利率，然后再将各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个企业与平均水平进行比较就可以得出哪些公司的利润水平高于行业平均水平。但是无论怎样，必须守住我们的投资底线，那就是资产净利率必须高于贷款利率。投资者投资的公司，其投资回报率必须高于社会一般投资回报水平，也就是资产净利率必须高于银行贷款利率。

第5节　衡量银行获利能力

从衡量一般企业获利能力的方法来看，用资产净利率衡量银行的获利能力，结果是非常差的。由于银行的负债率非常高，资产规模非常庞大，所以银行的资产净利率水平非常低。银行真正的利润来源是息差，假定银行贷款利率为6.1%，活期存款为0.5%，定期存款利率3%，那么银行获得的息差就在3%以上。我们从银行每年的财报中可以直接看到银行息差的数值，2015年之前银行息差普遍在2%到3%之间。由于息差是银行利润的直接来源，而且银行的资产规模非常庞大，所以我们会发现银行资产净利率和息差相当接近。因此从资产净利率来看，银行的利润水平很低，但实际上银行的净资产和资产规模在21世纪初以来都在高速增长，每股收益和每股净资产增长的速度都很快，从这里来看银行的盈利水平应该不会差才对。所以通过利用考察一般企业利润水平的方法来考察银行利润水平是有问题的。我们选取资产净利率来衡量企业的投资回报水平实际上是为了简便，如果要仔细考察，其中还包括利息费用问题。由于银行负债规模非常大，银行资产负债率普遍都在90%以上，那么就不能忽视负债问题。需要用一个新的方式来衡量银行的利润水平。

假如说银行的资产净利率为2%，那么按照资产净利率投资的观点银行股是不值得投资的股票，例如交通银行2015年的资产净利率仅为1.07%。之前有谈到目前银行是非常值得投资的板块，因为银行成长的速度非常快，利润水平也非常高，而且银行具有特殊的行业地位。银行的利润占了我国上市公司总利润的很大一部分，而且银行还具有很高垄断地位，因此不应该通过资产净利率来衡量银行的利润水平。

银行有极高的负债，很多资产负债率高达90%以上，例如交通银行2015年的资产负债率为92.48%。银行的负债主要来自于人们的储蓄，人们的储蓄都成了银行创造利润的资源。尽管人们的储蓄是银行最大的负债，但是银行不必过多地为这笔负债担心，因为银行赚取的是息差。无论储蓄多么庞大，无论银行负债多么庞大，只要息差为正那么银行就可以赚取巨额利润。那么会不会因为贷款利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率的下降而导致息差为负？答案是当然不会，因为当贷款利率下降时，银行也会调低存款的利息。无论利率是上升还是下跌，只要贷款利率与存款利率之差确定，那么银行的利润就会变得非常有保障。对于银行来说，导致利润下降更为主要的还不是利率的波动，而是投资与储蓄的变化。如果社会储蓄庞大而投资机会缺乏，那么当银行吸收大量社会储蓄而不能及时贷出，存贷比的下降会导致资本不能得到有效利用，而存款银行是需要支付利息的，这样必然导致银行利润的下降。另外一个导致银行利润下降的因素是竞争，银行为了吸引客户会把贷款利率压得比同行业低，而把存款利率提得比同行业高，这必然降低息差，从而导致利润下降。但对于中国来说还不需要有竞争的担心，因为中国银行业本来就是高度垄断的。就算将来银行业开放，大量的社会储蓄依然会向大银行集中，从而形成寡头垄断的情形，因为只有大银行才会更安全，也只有大银行老百姓才会放心，同时也只有大银行能提供优质、全面和广阔的服务。

在古罗马，银行是“桌子”的意思，过去的银行指的是提供相关金融服务的人，例如货币兑换、贷款等，因此只需要在大街上摆放一张桌子就可以提供相关服务，因为说到底银行只是中介罢了。银行拿着人们的储蓄放贷，储户通过银行进行间接地投资，银行收取稳定息差。首先银行是一个中介商，过去中国银行的雏形是钱庄，钱庄经营货币兑换业务主要也是为了赚取手续费。例如有一个人把钱交给银行，叫银行去给他经营这笔钱，说是需要 3% 的收益。当银行拿到这笔钱后，银行把这笔钱借给了公司并收取 6% 的利息。那么息差就是 3%，而这 3% 就是银行的服务费用。假如说这个人不要银行做中介而直接把钱借给公司，那么他就能获得 6% 的收益。他把钱给银行进行的投资是间接投资，它几乎完全不用去管这笔投资的风险就可以获得 3% 的稳定回报，而银行为了获得 3% 息差的手续费，银行需要把控放贷风险。跳出会计学的思维，认为这笔资金不是银行的负债，银行只是作为中介罢了。银行在经营信贷业务的过程中所投入的是自己的净资产，而收取的是一个叫作“息差”的服务费，息差就是银行的营业收入，营业收入去除掉成本之后就是净利润。所以对于银行净资产收益率更能很好地体现公司的投资回报水平，净利润是银行经营的结果，而银行自身投入的资源为自身的净资产。这样的话银行的投资回报水平就会变得非常高，例如交通银行 2015 年的资产净利率为 14.11%，有时候很多银行的净资产收益率甚至可以达到 30% 以上，这么来看银行就是非常值得投资的公司了。

从银行经营的业务来看，银行利润是相当有保障的，那么银行经营的风险通常也会比较低，但是一旦银行发生风险，那么过高的负债就非常容易让银行破产。银行致命的风险就是挤提，这个风险在平时是不用担心的。但是当发生战争、政治动荡、金融危机时就容易发生挤提。银行把大量储户的钱都进行放贷，例如平安银行发放贷款和垫款的金额在 2015 年为 11868.72 亿元，而平安银行的总资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为25071.49亿元，发放贷款和垫款的金额占总资产的比重为47.33%，而平安银行的股东所有者权益在2015年仅为1615.00亿元。发放贷款和垫款短时间不可能收回来，只是留有一定的准备金用于日常的经营业务，一旦发生挤提，银行是容易破产的。这种情况在金融大危机时容易看到，例如2008年的金融危机，雷曼的破产速度非常让人震惊。面对挤提，银行就需要强有力的援助，至少能向储户证明银行有他们所要提取的资金。所以面对挤提，要有人能够向银行提供巨量的资金，通常只有政府才能做到这一点，所以发生金融危机时拯救危机成了政府的责任。

挤提风险对于大银行来说相对小些，至少我们可以看到很多大银行有上百年的历史，很多银行都经历了多次金融危机。相比之下，小银行最经不起挤提，在金融危机之下小银行最容易破产。所以投资银行股要避开小银行，要在成长性和安全性之间做好一个艺术性的平衡。大银行抵御风险的能力相对要强得多，而且通常还会有政府做坚强的后盾。政府是很不愿意看到大银行破产的，因为容易引起恐慌，但小银行破产的影响相对就要有限一些。

第6节　毛利率和净利率

资产净利率可以衡量一家公司赚钱的能力，在公司投入资产规模一定的情况下，利润越高越好。而公司利润最终的来源是产品或者服务的销售，公司相关产品的利润越高，公司的资产净利率就越有保障。有时公司产品的利润水平低，但依然可以有很高的总利润，从而有很高的资产净利率，因为只要公司的营业收入水平足够高，尽管利润水平低，公司的净利润额一样会很高，利润是收入与成本的差额。但公司产品利润水平越低，公司的总利润就会越不稳定，公司产品价格轻微下降或者经营成本轻微上升就可能导致公司亏损。因此在公司资产净利率高的情况下，我们还需考察公司经营产品的利润水平，而衡量利润水平高低的指标我们可以使用毛利率和净利率。

营业净利率计算公式：

营业净利率＝净利润/营业收入

净利润主要来源于销售产品，除了产品销售还可以来自投资收入或者其他业务收入。营业净利润是公司经营最后所得的结果，但要看公司经营产品的利润水平，从毛利率更能得到反映。

毛利率计算公式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率 =（营业收入 – 营业成本）/ 营业收入

毛利率越大，证明公司产品利润水平越高，而对于净利率越大证明营业收入中转变为利润的部分越大。例如净利率为 30%，可以认为营业收入中有 30% 转换成了利润。毛利率和净利率自然是越大越好，但也有它的底线。

在营业收入很难扩大的情况下，净利润要保证资产净利率大于市场利率，也就是说净利率和毛利率要符合资产净利率的需要。有时候毛利率和净利率低的公司也是值得投资的公司，而毛利率和净利率很高的公司也不一定是值得投资的公司。关键在于毛利率和净利率体现了公司产品的利润水平，但并没有体现公司资产的获利能力。例如一家营业净利率高达 60% 的公司，假设这家公司的营业收入为 1.2 亿，净利润 7200 万元，总资产为 50 亿，那么公司的资产净利率就是 1.4%。从净利率来看公司的利润水平是相当高的，但当我们完全抛开营业净利率只看资产净利率时，我们会发现这家公司的业绩并不理想，因为公司投入 50 亿的资源，一年只赚取了 7200 万。有的公司虽然很大，但是当公司为了保证利润率完全可以减小产量。当公司的产品在市场上可以明显区别于其他产品时，或者当公司对产品有很高的定价权。那么公司减少供给，就可以把价格提得足够高，这样尽管公司产品的利润水平看起来很高，但净利润规模却很小，这依然不值得投资。例如锦江股份 2015 年占主营业务收入 95.21% 的有限服务型酒店营运及管理业务的毛利率为 93.06%，公司有限服务型酒店营运及管理业务的营业收入为 52.96 亿元，而营业利润高达 49.29 亿元。单单从毛利率来看，公司的利润水平是非常高的。尽管锦江股份 2015 年的营业成本只有 4.95 亿元，但公司的销售费用高达 30.33 亿元，管理费用高达 13.46 亿元，因此公司 2015 年的净利润仅为 6.42 亿元，而公司为此付出的资产是 113.63 亿元，2015 年公司的资产净利率仅为 5.65%。从公司业务利润水平来看是比较高的，但从公司资产净利率来看是并不值得投资的公司。

相反，假如公司的净利率只有 5%，公司的营业收入为 100 亿，净利润为 5 亿，总资产 20 亿，那么公司的资产净利率就是 25%，那么这家公司很可能就是一家非常值得投资的公司。因为公司花了 20 亿的资源获得了 5 亿的净利润，更为难得的是公司花了 20 亿的资源获得了 100 亿的营业收入。当公司降低产品价格时销量会有所提升，这样尽管公司产品的毛利率和净利率不高，但是依然可以取得相当高的总利润，这就是量大而利薄，既能实现利润最大化又能尽可能的占据市场份额。例如兰生股份，这是一家做商贸代理的公司，2015 年占公司营业收入 98.62% 的贸易业务营业收入为 23.61 亿元，营业利润为 1.03 亿元，毛利率仅为 4.34%。在 2015 年公司的投资收益为 6.25 亿元，因此导致 2015 年公司的净利润提升到 5.18 亿元，而 2014 年公司的总资产为 53.94 亿元。从毛利率来看，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营利润水平是非常低的，但从公司资产净利率来看高达 9.60%。如果说兰生股份利润主要来自于投资收益而这与公司平常的营业收入关系不是很大，那么还可以考察外运发展这家公司的经营情况。外运发展是一家仓储物流公司，2015 年公司的营业收入为 255.67 亿元，而公司的营业总成本为 246.45 亿元，因此 2015 年公司的营业毛利率仅为 3.61%。2015 年外运发展的净利润为 10.10 亿元，2014 年末公司的总资产为 76.17 亿元。从毛利率来看公司经营业务的利润是相当低的，毛利率仅为 3.61%，但公司资产净利率高达 13.26%。因此从资产净利率来看公司利润水平是相当高的，况且 2014 年公司投入经营的总资产仅为 76.17 亿元，而经过一年的经营，公司实现的营业收入就高达 255.67 亿元，公司实现的营业收入是公司总资产的 3.36 倍。因此尽管公司经营的毛利率水平低，但由于公司的营业收入规模很大，从而导致公司的总资产回报率很高，公司用比较少的总资产撬动了非常高的营业收入和取得了相当高的净利润，因此公司实际上是一家利润水平高的公司。

量大而利薄的模式有利也有弊。当营业净利率和营业毛利率很低时，也就是说产品和服务的利润很小，甚至接近产品或者服务的成本，这样做是为了以价换量，从而实现利润最大和抢占市场份额。但是这种情况很可能导致营业收入和营业成本很接近，如果营业成本再高些或者营业收入再低些就可能导致亏损。也就是说营业收入减去营业成本容易步入负值区间，只要产品价格轻微的下跌或者成本的轻微上升就有可能使营业成本大于营业收入。所以以价换量的模式很可能让公司步入危险的地步，公司会面对更大的产品价格波动风险和成本波动风险，而这种风险可能是致命的。当公司的营业利润和营业成本很接近时，营业收入越大，这种价格的波动带来风险也越大。通过量大利薄的方式取得很高的总利润，那么只要价格或者成本发生轻微的不利变化，公司经营的业绩就很可能大幅度下降，从巨额利润一下子跌到巨额亏损，因为单位产品的轻微亏损乘以巨量的营业额就是巨亏。因此营业收入与营业成本接近容易导致公司业绩大受价格和成本变化的影响，这可能会让资产净利率波动很大，甚至发生惊天逆转。可能导致今年的资产净利率达到 20%，而明年就是 –10% 了。

表 9-5 中国石油利润水平 单位（亿元）

时间（年）	营业利润	营业收入	净利润	总资产	毛利率（%）	资产净利率（%）
2013	–	–	–	23420	–	–
2014	1539	22830	1190	24054	6.74	5.08
2015	564	17254	424	23941	3.27	1.76

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似中国石油这样的公司，如果公司的毛利率比较低，那么产品价格的下降很容易导致公司资产净利润和利润总额的急剧变化。2014 年 6 月布伦特原油最高价格为 113.92 美元每桶，而到 2016 年 1 月布伦特原油最低价格为 29.54 美元每桶，其间布伦特原油价格下跌了 74.07%，从而导致中国石油利润水平大幅度下降。到 2016 年一季度，中国石油出现了上市以来首次亏损的情形，2016 年一季度中国石油净利润为 –109 亿元。如果按照一季度的亏损持续下去，那么 2016 年的资产净利率就会变为 –1.82%。因此对于毛利率水平低的业务，在公司资产净利率相当高的情形下，相关商品或者服务价格的波动很容易会影响到公司的业绩。因此投资者应该投资公司资产净利率和产品毛利率都比较高的公司。

相比之下对于营业净利率和毛利率很高的公司，虽然有时候公司的资产净利率低一些，但是至少公司产品价格波动和成本价格的波动给公司带来的风险要小一些。因此，我们需要毛利率有一个保守的区间，在资产净利率比较高的情况下，也要考虑毛利率和净利率在一个相对安全的水平。

第 7 节　多元化

在查看公司毛利率水平的时候通常会发现公司某项业务的毛利率水平是多少以及在公司中的营业收入中占比是多少。一家公司通常会有不止一项业务，而每个业务都会有自己的毛利率和净利率。在这样的情况下更多只能去考察主营业务的毛利率和净利率，因为主营业务才是公司利润的主要来源。假如公司利润的主要来源不是主营业务，那么除非我们购买这家公司股票有特殊的理由。例如我们购买一家白酒公司的股票，这家公司主营业务 80% 是生产白酒，20% 是做地产。但是假如公司利润中的 90% 来源于地产业务，那么投资者大可去购买一家地产公司的股票。

在公司经营项目中可以通过查看占公司营业收入 100% 项目的毛利率水平来得出公司经营所有业务的平均利润水平，但出于对公司利润主要来源考虑，我们必须考察公司主要经营项目的利润水平。公司主要经营的业务不是由公司的名字来决定的，而是由经过多年经营占公司营业收入来源最大的那一个或者几个项目来决定的。例如量子高科，当人们听到这个名字普遍会认为公司是一家生产高科技电子产品的公司，但实际上公司是一家食品生产公司。在公司利润来源中，有时占公司营业收入大部分的业务并没有创造多少利润，而占公司营业收入不大的部分却是利润的主要来源，如果是这样，那么这样的公司是不值得投资的。占营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业收入最大的部分一定是公司经营的主要业务，因为公司投入所有的资源，生产的最多的产品就是销售收入最多的产品，如果这些产品并不能带来多少利润，那么证明公司这些资源的投入是低效的。尽管其中次要业务带来了比较高的利润，甚至因此而导致公司资产净利率在一个比较高的水平，那也只能证明公司管理不善，因为公司不能把资源放到获利能力最强的项目上。

在公司经营业务中业务占比为多大的比例才是主营业务呢？首先可以认为占比最大的那个就是，但是有时会发现有两到三个项目占比都很接近，如果是这样就需要对多个项目进行分析。例如2015年江苏吴中这家公司经营的业务主要有4项，分别为房地产业、国际贸易、医药行业和贵金属加工业，这4项业务占公司主营业务收入的比率分别为12.68%、18.30%、28.90%还有39.42%。江苏吴中经营的业务非常分散，而且这4项业务彼此之间的相关度都很低，并且这4项业务分别都会对公司营业收入构成重要影响。因此从全面一些来考虑，只要是项目业绩对公司整体业绩影响比较大，那么都应该对其进行分析。而且这种分析还是一个长期性的对比，不能因为某个时间段的突变而得出武断的结果。

中国企业尤其讲究多元化经营，例如三木集团，公司经营业务有化工产品、机电产品、日用百货、旅游业务、酒店服务、建筑材料、金属材料、地产开发、食品加工、物业管理和租赁业务等等。崇尚多元化经营的原因是普遍认为这样做能提高公司的抗风险能力，一个项目不盈利还有其他项目，这叫东边不亮西边亮。在金融投资上，投资者普遍讲究分散风险，教科书上也在说不要把鸡蛋放在同一个篮子里，但事实上分散风险也就等于分散了利润，而且分散投资存在很多弊端。分散投资主要想去规避非系统性风险，分散经营是想去规避单个项目风险。单单从规避风险的角度来考虑的时候往往就忽视了投资项目的质量，就像马科维茨投资组合一样，不在乎单个投资标的的风险，在乎的是单个风险对投资组合风险的贡献。只注意风险的同时也就忽视了单个项目的质量，因为从始至终只关心系统的整体收益水平和风险的大小，到最后投资就成了彻头彻尾的数学游戏，完全偏离了投资的本质。如果说是为了充分分散风险，那么公司会被迫投资次优项目，从而不能把资源全部投到最优质的项目上来。相反，如果一家企业能够把一个项目做到极致，那么这就是伟大的企业，苹果公司专做手机，茅台专门酿酒，而这两家公司的业绩都非常不错，行业地位也很高。

当公司进行专业化经营时，可以把某个项目做得非常细致，可以为客户提供最优质的服务或者提供最优质的产品，而公司多元化经营则很容易导致“差不多先生”的出现。专业化经营公司靠的就是某个项目赚钱，所以必然全心全意，而多元化经营就会显得无所谓，反正东边不亮西边亮，只要整体获利水平好就可以。多元化经营的公司很难找到文化归属感，也很难成为某个行业的龙头，或者根本就不在乎哪个项目可以做到第一。而且多元化经营是不利于管理的，对于公司经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人员来说，有的高级经理人员是因为某个项目做得非常不错而被提拔，可是当到更高层次之后却业绩平平，因为原先专注于某个项目做得很好，但到同时要管理很多项目的时候往往感觉精力不能集中。其次是不同的项目需要不同的专业知识，一个人的知识要么是“广”而“不专”，要么就是“专”而“不广”，真正能够做到像亚里士多德和托马斯·杨这样精通多种知识的人很少，因此这必然增加多元化经营管理者管理的困难。

有的公司多元化投资是被迫的，如果某家公司经营发现自己所处的行业正在衰退，那么自然要赶快另谋出路。另谋出路的方法就是转型，但是在转型的过程中又不能一下子转到下一个项目，因为资产的转移需要时间，而且转型往往存在很大的风险。因此最好的方法就是渐进式地摸索前进，如果好，那么就转过去；如果不好，那么又缩回来。例如公司转型生产与当前产品差别很大的商品，首先一点，生产当前产品的机械设备不能立马用于生产新产品，而改进或者变卖掉旧设备并买入新设备是需要时间的。其次，如果公司选择通过收购的方式实现转型，那么公司也还是要先把公司的资产变现，然后再进行收购。但是公司也不敢一下子把所有的资产变现然后等着收购，因为如果收购不成功就很难退回来。因此公司在转型的过程中通常是渐进式地摸着石头过河，首先涉足新行业，而旧生产继续运行，如果转型进行良好，那么逐步加大对新行业的投资。在转型期间内，公司必然就会进行多元化投资，因为经营至少也会涉及到旧行业和新行业两个行业。因此对于需要转型的公司来说往往也会进行多元化经营。

通过对比经常会发现很多发达国家的公司走的是“强大”之路，而中国公司普遍会走“大强”之路，这种先大而后强的发展战略首要选择的就是尽量扩张，扩张就要增加投资项目，所以一开始就容易进入多元化经营。

中国企业普遍推崇多元化还有一个重要原因就是跟风效应强。在发达的资本主义国家，企业的经营生产普遍采用的都是先进的生产技术，而行业之间更是隔行如隔山。手机制造商并不了解基因测序原理，而自己做得好也有自己经营的商业秘密或者特有技术，放弃现有优势而进行盲目转型必然带来很大风险。因此发达国家的企业普遍是专业化经营，企业家特别熟悉自己的行业，有着自己的技术秘密，如果贸然转型，那么现有的优势一下子就会没有了，那么理智的选择就是不转型，进行专业化经营，努力保住利润率。

不同的行业利润水平通常会存在明显差距，所以企业家往往倾向于从低利润行业转向高利润行业，而企业家转行是需要成本的，例如需要去了解新行业的经营方式以及新行业的生产技术。只有当行业利润差距足够大的时候企业家才会愿意转行，只有当转行后所获得的投资收益高于当前经营所获得的利润加上转行所付出的成本时企业家才会转行。因此，促进企业家转行的主要因素是行业间的利润差距足够大。如果说转行需要的成本很高，那么企业投资利润水平就会比较离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散，因为这需要行业之间的利润差距变得很大才能促使投资人转行，这种巨大利润差距会造成不同行业企业之间存在很大的投资收益差距。对于一些企业来说甚至是无法转行，例如具有严格垄断性的行业其他企业想进入也进不了。例如茅台酒的生产，这种地域壁垒会导致其他企业无法转行生产茅台酒，因为这种酒只能在贵州茅台镇生产。除了这种特殊壁垒外，存在比较多的是技术壁垒，技术壁垒会阻碍企业的转行。例如在发达国家，由于企业生产所采用的技术都是最先进的技术，而且企业家对自己行业生产的技术非常熟悉，而对其他行业的最新技术则比较陌生，如果要想采用更先进的技术就只能自己发明。对于这样的社会环境，企业家转行的成本是很高的，于是只好不转行，进行专业化生产是理性选择。由于发达国家企业转型成本高，于是企业投资收益率就比较发散。对于欠发达国家来说，由于生产技术不是最先进的，而且生产的技术基本都不是什么秘密，企业家只要愿意都可以进入其中某个行业经营。所以对于欠发达国家来说企业家转行成本是比较低的，那么只要行业间利润存在比较小的差距，企业家就会立马进入利润更高的行业进行投资。这种不断转行的过程导致欠发达国家很多企业都是多元化经营，而且企业投资回报水平高度收敛。

改革开放之后中国所有的需求一下子被激发出来，轻工业产品的生产快速增长，从而带动经济快速增长。企业家们去生产的轻工业产品普遍不需要多少技术含量，发展的大部分是劳动力密集型产业。对于低端制造来说，企业家们所采用的技术并不是非常复杂。对于企业家来说，追求利润才是最终目的，那么自然是什么行业赚钱就去做什么行业，反正行业之间的门槛也比较低，看着别人做什么赚钱自己也去做。如果是这样子，那么企业就容易进入到多元化经营的陷阱，当企业家们看到某个行业赚钱的时候马上参与投资，但是又不能马上全部转型，这样就会同时经营多个行业和多个项目。而当所有企业家看好某个行业的时候，很快大家一起投资，那么这个行业就容易马上产能过剩。产能过剩之后，利润水平开始下降，于是企业家又会去寻找下一个利润高的投资项目，如此往复，最终的结果是一个企业同时经营多个项目。

对于过去的中国来说，企业的制造普遍处于低端制造，企业家通过一对比就很容易知道什么行业赚钱，于是就会想方设法投资下一个项目来摆脱目前经营的困境，从而带来新的利润增长点。如果公司经营的下一个项目很快产能过剩变得也不赚钱时，公司还会去寻找下一个利润增长点来弥补前面两个项目的经营下滑。按照这样的思维模式进行下去，公司的经营项目会不断地增加，直到最后都很难定义公司主要是做什么的。而当公司经营的项目很多后，就会带来管理上的困难。对于这种大家一起追逐某个行业的行为容易导致该行业的产品在该国生产过剩，导致大量“山寨”产品出现，而且还容易导致企业经营的同质化问题，最终导致社会一般投资回报水平高度收敛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有当转行困难，企业家生产普遍都存在自己的秘密，那么公司只好全心全意地做好自己最熟悉的产品，这样才能够给客户提供最优质的服务。对于一些专业化经营的公司来说，有时候也会发现公司有经营多个项目。事实上并不能单纯地以公司经营项目的多寡来评判公司是否多元化经营，公司也可能经营相关联的业务，而经营相关联的业务主要目的也是增加公司生产经营的效率。例如一家房地产公司可以同时经营地产业务和物业管理，一家汽车生产公司可以同时生产汽车和经营汽车维修业务。如果公司同时经营两个相关业务有时可以带来很好的经济效益，节约成本，那么公司就应该经营多个项目。至于公司是否应该剥离相关业务或者增加相关业务，这要看那种方式更有利于提高公司经营的效率。

第 8 节　营业收入

在选取市盈率和资产净利率衡量投资收益水平时主要立足点是利润，而公司利润的来源是公司产品的销售或者服务的提供。所以考察公司营业收入与股价的关系非常有必要，如果公司利润水平高，但是销售量少，高利润仅来自于公司产品的高利润率。那么公司业绩的波动也会比较大，因为公司缺乏规模优势，营业收入只要小额度变动就能严重影响公司的利润水平，从而导致公司净利润波动幅度很大。例如天津天海投资发展股份有限公司，这是一家水运公司，尽管公司业务的利润水平高，但却并不能说是一家非常值得投资的公司。公司在 2015 年营业净利率为 34.3%，营业净利率是净利润和营业收入的比值，从这里来看公司利润水平是相当高的。但公司 2015 年的营业收入仅为 7.20 亿元，净利润仅为 2.48 亿元，而公司总资产高达 127.8 亿元。尽管天海投资的业务的利润水平比较高，但 2015 年公司的资产净利率仅为 1.95%。从公司资产规模来看，公司 127.8 亿的资产是具有一定规模优势的，但由于公司营业收入过少，因此营业收入波动的幅度会很大，从而导致净利润出现大幅度波动。例如公司营业收入只需要减少 3.6 亿元，公司营业利润就会下降 50%。但对于营业收入庞大的公司来说，营业收入突然下降 50% 是不容易的。例如上汽集团 2015 年的营业收入为 6613.7 亿元，如果营业收入下降 50% 就是要下降 3306.9 亿元，这显然是不容易的，但像天海投资这样的公司营业收入下降或者上升数亿元是非常容易的。由于营业收入规模小的公司业绩非常不稳定，因此投资者在考察公司利润水平的时候也要考察公司的营业规模，理想的投资标的是净利率和毛利率要高，同时公司的营业规模也要大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-6 天海投资与上汽集团业绩对比表 单位（亿元）

时间（年）	天海投资			上汽集团		
	营业收入	归属净利润	营业收入同比增长（%）	营业收入	归属净利润	营业收入同比增长（%）
2007	4.03	-1.47	-	1044	46.3	-
2008	3.84	0.08	-4.72	1059	6.56	1.44
2009	1.87	-2.36	-51.30	1396	65.9	29.57
2010	2.01	0.29	7.49	3657	164	161.96
2011	1.82	-1.57	-10.45	4348	202	18.90
2012	1.27	3.22	-30.22	4810	208	10.63
2013	3.35	-1.30	163.78	5658	248	17.63
2014	4.24	0.79	26.57	6300	280	11.35
2015	7.20	2.47	69.91	6614	298	4.98

从天海投资与上汽集团利润变化表可以看出上汽集团的业绩稳步增长，营业收入除了 2010 年之外其他年份很少出现巨变；而天海投资营业收入时增时减，而且归属上市公司股东净利润时正时负。对于这种营业收入和利润不稳定的公司来说投资的风险是很大的。通常情况下营业收入规模小的公司业绩波动的幅度要大出许多，因此投资者要尽量避开那些营业收入不足 10 个亿的公司。

当一家公司营业收入长期以来增长比较稳定时，我们有理由相信接下来一年营业收入偏差不会太大，因为公司稳定的营业收入变化是由公司经营的状态决定的。这和掷硬币完全不同，公正地掷出一枚硬币，出现正反面的概率都是二分之一，就算掷硬币时前面 9 次出现正面也不能增加下一次出现正面的概率。但公司营业收入波动与掷硬币是完全不同的，公司过去经营的情况对公司的未来是存在影响的，因为公司的经营是一个连续性的过程。例如公司过去作假，当公司信誉下降之后投资者基本可以确定接下来公司的营业收入会下降。如果公司信誉良好并且产品很受欢迎，那么我们基本可以知道下一年公司的业绩也会很好，因此公司过去经营的情况会对未来产生影响，而且这是一个连续性过程。

公司经营是一个连续的过程，那么在一家公司正常经营和管理的情况下，并且公司有很好的规模效应，那么公司的收入变化是相对稳定的。但如果不是正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常经营和管理，那么公司经营业绩就可能会发生突变。例如三鹿集团是一家奶粉生产公司，在2008年之前公司奶粉产销量连续15年做到全国第一，可是公司在2008年8月爆出三聚氰胺事件，从而导致公司在2009年就破产了。三聚氰胺是一种有毒的化工产品，可作为老鼠药，婴儿食用之后会引起泌尿系统疾病。由于三聚氰胺所含的氮原子很多，而食品检测普遍采用一种叫作凯氏定氮法，通过氮原子的含量推算出蛋白质含量。为了使蛋白质检测含量高，三鹿集团在公司产品中大量添加三聚氰胺，公司的不诚信行为严重损害消费者利益，因此在三聚氰胺事件爆发之后公司很快破产。

不好的行为会为公司种下恶因，好的行为会给公司带来善果。因此公司过去的经营行为会对公司未来产生影响，如果公司过去经营信誉良好，那么会为公司带来稳定的客户群和稳定的业绩。如果公司过去信誉不好，并且损害客户的利益，那么就会对公司产生很大的负面影响。如果公司产品能够吸引一群忠实的客户群体，那么公司的营业收入就不会大幅度波动。只要公司诚实守信，那么公司不可能在下一个经营年度失去所有的客户而导致公司营业收入为0。

一家公司过去的经营会积累很多老客户，同时也会有很多新客户的加入。这些客户是公司营业收入的来源，那么既然过去公司的经营很稳定，我们凭什么认为第二年公司的客户会大幅地减少呢？例如中国工商银行是国人所熟悉的银行，不可能在明年所有的老百姓都不把钱存工商银行。所以公司过去的经营对未来是有一定影响的，例如公司的信誉、知名度、产品质量等等都是影响公司经营业绩的因素。因此我们有理由通过公司多年的营业收入来判断未来公司营业收入的可能区间。

第9节 市销率

投资者对公司营业收入规模考察的同时还要考察为单位营业收入付出的价格，市盈率表示公司每创造1元的净利润股东愿意为此付出的代价是多少。投资者可以用公司的每股价格除以每股所代表的销售收入来衡量公司每创造1元的销售收入股东愿意为此付出的代价，这一指标就是市销率。市销率是衡量公司股票价值水平非常实用的指标之一，费雪也对这一指标大加赞赏。

市销率的公式：

市销率＝市值／营业收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市销率表示投资者愿意为公司每创造 1 元的营业收入支付多少价格，例如市销率为 1，那么表示投资者愿意为公司创造 1 元的营业收入支付 1 元钱。通常情况下公司给投资者带来 1 元的营业收入投资者希望为此支付的价格越低越好。如果公司给投资者带来 1 元钱的营业收入投资者需要为此支付 10 元钱，那显然这对投资者来说是很不划算的，过高的市销率证明公司的股价泡沫过大。市销率小于等于 1 是比较正常的水平，因为投资者并不愿意为公司带来 1 块钱的收入支付更多的钱。市销率是衡量股价高低的一个指标，不能理解为投资者购买市销率大于 1 的股票就不是投资行为，不能认为投资者凡是为公司每创造 1 元的销售收入支付更多的价格是不对的。因为投资者支付的价格是一次性的成本，但是公司每年创造的销售收入都会成为投资者利润的一部分，如果说公司的存续期是无限的，那么创造的营业收入也是无限的。因此市销率是衡量公司股价高低的有效指标，但市销率为 1 并不是不可触碰的红线。

在中国不同公司市销率差别很大，例如在 2016 年 7 月 7 上海中毅达股份有限公司的每股价格为 14.6 元，中毅达是一家建筑公司，2015 年公司的营业收入为 6716.7 万元，公司股本为 10.7 亿股，每股营业收入为 0.06 元，市销率为 243.3 倍。也即是说按照 2015 年中毅达盈利水平，公司每为投资者创造 1 元的销售收入，投资者需要为此付出 243.3 元，这是高得离奇的数字。相反，象屿股份就是一家市销率很低的公司，2016 年 7 月 7 日象屿股份每股价格为 10.5 元，而 2015 年公司的营业收入为 599.2 亿元，每股营业收入为 51.2 元，市销率为 0.2 倍。也即是说投资者花 10.5 元的价格购买公司一股股票，公司就能为投资者创造 51.2 元的营业收入，投资者只需要为公司创造 1 元的营业收入支付 0.2 元，这看起来是相当低的，投资者要做的是尽量投资市销率比较低的公司股票。

市销率是评估股价高低的重要指标，但并不是说市销率越低的股票就越值得投资，因为如果公司业绩不好，那么市销率再低可能公司也并不具备投资价值。例如山煤国际能源集团股份有限公司 2016 年 7 月 7 日的每股价格为 3.2 元，2015 年公司的营业收入为 396.0 亿元，每股营业收入为 20.0 元，市销率仅为 0.16 倍，投资者每花 3.2 元购买公司一股股票，公司就能为投资者带来 20 元的营业收入，看起来是非常划算的投资。可是当考察公司净利润时发现公司的利润水平很糟糕，2015 年公司的净利润为 –22.6 亿元，2014 年公司的净利润为 –15.9 亿元。因此尽管山煤国际市销率水平很低，但依然并不值得投资。投资者在购买低市销率股票时还需要考察公司的利润水平，低市销率和高利润缺一不可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如：

中国建筑（2015 年）

股价 ……………………………………………5.6 元 / 股
总股本 …………………………………………300 亿股
市值 ……………………………………………1680 亿元
营业收入 ………………………………………8806 亿元
净利润 …………………………………………332 亿元
每股净利润 ……………………………………1.1 元
每股营业收入 …………………………………29.35 元
市销率 …………………………………………0.19
每股分红 ………………………………………0.2 元
分红 / 股价 ……………………………………3.57%

2015 年中国建筑每给投资者带来 1 元的营业收入投资者只需要为此付出 0.19 元，而且在 2014 年公司的市销率更低，因为当时股价仅为 3 元每股，如果按 3 元计算，公司市销售率仅为 0.1。从其他指标来看，虽然公司成长性比较低，公司投资回报水平很普通，但股东投资的分红收益相当稳定，而且公司有非常明显的规模优势，在中国基础设施建设领域有着非常强的壁垒优势。公司很强的规模优势可以保证股东能够获得稳定的回报，例如公司 2015 年营业收入高达 8806 亿元，净利润高达 332 亿元，每股净利润 1.1 元。假如说按公司每给投资者带来 1 元的收入投资者也要为此付出 1 元，那么公司的市值就应该高达 8806 亿元，那么股价就有上涨 5.24 倍的空间，也就是说股价有从 5.6 元上涨到 29.34 元的空间。但对于中国建筑来说，由于公司规模比较庞大，所以上涨难度大，因此公司市销率涨到 1 倍难度是比较大的。不从成长性考虑，至少投资公司股票相当安全，光从分红收益来看就可达到 3.57%，这一水平明显高于银行定期存款收益。因此以 3 元每股的价格购买中国建筑的股票是有相当高的优势的，因为此时公司股价存在很大的价值洼地，尽管公司股价涨到 29.46 元的可能性很小，但翻数倍的空间定然是有的。到 2015 年中，中国建筑的股价最高上涨到 12.15 元每股，到 2016 年 11 月 7 日，中国建筑的股价为 8.24 元每股。因此当初以 3 元每股的价格购买中国建筑的股票是划算的。

如果市销率为 1 是公司股价合理的水平，那么处于合理水平的价格与实际价格之差就是潜在上涨空间。假如说中国建筑合理的价格水平是 29.34 元，那么潜在上涨空间就是 23.74 元。但对中国建筑来说每股 29.34 的价格确实比较高，通过这种方式计算出来的潜在上涨空间也只能作为一个参考数值，还需要从多方面来考察公司的质量。通过市销率的方式来寻找潜在上涨空间，这仅仅是一个参考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数值，而不是真实值。例如有的公司市销率虽然高一些，但是公司股东投资回报水平和资产净利率都很高，那么尽管公司市销率高一些，公司的股票价格依然非常值得投资的。

例如：

五粮液（2015 年）

股价 ....30 元 / 股
总股本 ....38 亿股
市值 ....1140 亿元
净资产 ....403 亿元
营业收入 ....217 亿元
净利润 ....64 亿元
每股净利润 ....1.68 元
每股营业收入 ....5.7 元
每股分红 ....0.8 元
每股净资产 ....10.6 元
市销率 5.25
市盈率 17.9
股东投资回报水平 5.6%
资产净利率 13.8%
分红 / 股价 2.7%

2015 年五粮液公司每给投资者带来 1 块钱的收入，投资者需要为此付出 5.25 元，单单从市销率来看，公司股价被高估了。在市销率为 1 的时候公司的股价为 5.71 元，而 2015 年末股价大概为 30 元，从市销率来看公司股价被高估了 5.8 倍，高估了 24.75 元。如果从市销率来看就会得到偏激的结果，因为如果五粮液股价跌到 5.71 元，那么股价会发生严重的低估。因为自 2013 年以来公司受到行业塑化剂风波的影响，业绩严重下滑，2014 年和 2015 年公司业绩相比于历史业绩来说是不理想的，但是从公司资产净利率来看，尽管公司经营处于不景气时期资产净利率依然高达 13.8%，从这里足以证明公司的利润水平是非常高的。对于这么优质的公司，如果公司股价真的跌到 5.71 元每股，那么就会形成很深的价值洼地，因为此时公司的每股净资产却高达 10.6 元。所以市销率是衡量股价高低的重要指标，代表投资者愿意为公司每创造 1 元营业收入付出的代价，我们要求投资公司的市销率足够低，但不能把市销率作为唯一的估值指标。如果仅仅考察市销率这一指标，那么就可能出现错误的结果，例如把这一指标用于分析五粮液股价，那么结果就严重失真了。对股票估值需要使用到多个指标，如果从各个指标都显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示公司股价明显高估，那么自然可以得出公司股价泡沫严重的结论。

例如：

暴风科技（2015 年）

股价 ……………………………………………………77 元 / 股
总股本 …………………………………………………2.75 亿股
市值 ……………………………………………………212 亿元
净资产 …………………………………………………6.7 亿元
营业收入 ………………………………………………6.5 亿元
净利润 …………………………………………………1.6 亿元
每股净利润 ……………………………………………0.58 元
每股营业收入 …………………………………………2.4 元
每股分红 ………………………………………………0 元
每股净资产 ……………………………………………2.44 元
市销率 …………………………………………………32.6
市盈率 …………………………………………………132.8
股东投资回报水平 ……………………………………0.8%
资产净利率 ……………………………………………35%

从暴风科技各项财务指标来看公司的股价明显是被高估的，首先公司每为投资者创造 1 元的营业收入投资者需要为此付出 32.6 元，投资者收回投资成本的时间为 132.8 年，股东投资回报水平仅为 0.8%，这一水平不及银行定期存款收益，而且还要冒相当大的投资风险。如果说 32.6 倍的市销率不足以作为公司股价过高的证据，那么可以来看公司的每股净资产，公司每股净资产仅为 2.4 元，股价是每股净资产的 31.6 倍，也即是说投资者每付出 1 元的成本，获得公司的资产是 0.03 元，明显公司的股价是比较高的。为了保证投资在一个相对安全的水平，那么公司的市净率不要超过 5 倍，而暴风科技市净率高达 31.6 倍，因此是可以得出暴风科技股价严重高估的结论的。从财务数据来看，2015 年暴风科技资产净利率高达 35%，但会不会是因为公司实体投资回报水平过高而赋予很高的股票价格？事实上公司投资回报水平是很难长期维持在 35% 的水平的，2014 年公司净利润为 4185 万元，而 2015 年公司净利润高达 1.6 亿，同比增长近 281%，这样的增长首先是不可持续的。其次公司经营的业绩非常不稳定，自 2015 年净利润上涨到 1.6 亿之后，在 2016 年第一季度，公司净利润为 –379 万元。况且公司总资产规模在 2015 年末仅为 13.5 亿元，公司并没有很大的规模优势。从这里来看，公司股价高达 77 元是不理性的。按道理说公司经营业绩越不稳定，公司股票风险就会越大，公司股票风险越大，那么公司股价越低才对。但中国自 1990 年建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立股票市场以来，股票市场一直都处于强烈的投机氛围当中，短时间内中国股民还不能建立起一套成熟的投资文化。于是像暴风科技这样股本小的股票就成为了炒作对象，最终导致股价最高可达 307 元每股。伴随中国市场化改革的深入，逐步加强市场对资源的调配作用，未来股票市场必然会从投机市场向投资市场转变，而不能顺应这一转变趋势的股民必然也很难在股票市场存活。

类似暴风科技一样经营规模比较小的企业通常经营的业绩波动就会比较大。如果公司业绩波动很大，在计算市销率时只考察业绩好的年份，那么这种低市销率的优势进入到正常经营区间就会不能够维持。所以计算市销率的过程中假如某个年度的营业收入出现意外变化，那么这个年度的营业收入就需要修正。因为这样的意外变化不可能持续，强行计算只会得到不可靠的结果。

例如：

表 9-7　文投控股主要财务数据

	营业收入	净利润	总资产	净资产
2008 年	0.87 亿	0.09 亿	3.61 亿	1.84 亿
2009 年	0.58 亿	-0.42 亿	2.94 亿	0.67 亿
2010 年	0.00 亿	-0.5 亿	2.01 亿	0.17 亿
2011 年	0.04 亿	0.14 亿	2.26 亿	0.32 亿
2012 年	1.2 亿	0.06 亿	2.59 亿	0.37 亿
2013 年	0.55 亿	-0.27 亿	2.31 亿	0.11 亿
2014 年	0.11 亿	-0.48 亿	1.68 亿	-0.38 亿
2015 年	7.7 亿	1.38 亿	57.2 亿	39.5 亿

文投控股（2015 年）

股价 ....18.7 元 / 股
总股本 ....16.5 亿股
市值 ....308 亿元
净资产 ....39.5 亿元
营业收入 ....7.7 亿元
净利润 ....1.4 亿元
每股净利润 ....0.09 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股营业收入 ....0.47 元
每股净资产 ....2.4 元
市销率 40
市盈率 207.8

从数据来看，文投控股 2015 年营业收入突然增加到 7.7 亿元，相比于 2014 年的 0.11 亿有明显增加，如果单单考察 2015 年公司的营业收入那么是会失真的。首先我们很难把握公司的营业收入能够长期维持在 2015 年这样的水平，如果按照过去营业收入的平均水平来看，那么文投控股的市销率还会更高。事实上这家公司不光是营业收入，总资产和净资产都出现了突然暴涨，发生这种情形通常是资产重组造成的。公司在 2014 年股本也仅为 2.2 亿，而 2015 年末公司的股本为 8.2 亿元。对于营业收入发生突变的企业来说，分析就要复杂得多，首先要看这种突变能否持续。如果公司在正常经营情况下，公司经营业绩大幅增长或者下跌，那么这种变化通常只是暂时的，那么在考察公司营业收入的过程中，一定要以公司正常水平为准。如果是因为公司经营环境恶化导致公司业绩大幅度下降，而这种经营环境恶化是不可逆转的，那么在考察公司营业收入中最好还是选择糟糕时的业绩为准，因为这种糟糕的经营会长期持续下去，而我们的分析就是为未来做准备。相反，如果公司经营业绩突然大幅增加，如果这种增加不可持续就选择平均水平作为考察营业收入的标准，如果行业会长期向好下去，那么营业收入选取得偏高一些或者增加考虑一定的成长因素也是合理的。

在股票市场上，不同行业的公司估值水平普遍会存在很大差别，例如互联网行业市值普遍都高估，而建筑行业股价却很低。因此不同行业的公司平均市销率普遍存在很大区别，在中国，对于很多大公司来说普遍被视为是成熟型的公司，公司的扩张和成长都很困难，因此股价都会比较低，从而导致相关公司市销率普遍比较低。如果说大公司市销率比较低，那么就同一个行业来说通常包含很多大公司和小公司，因此同行业不同的公司的市销率水平也会存在明显区别，小公司市销率普遍会比大公司高。但是在中国的一些行业具有明显的垄断地位，民间资金进入困难，例如银行业，整个行业所有的公司普遍都是大公司，于是会造成整个行业的公司股价出现同时高估或者低估的情形。对于这些具有明显垄断地位的公司来说通常公司数量比较少，而且规模比较大，于是就会出现行业整体市销率很低的情形。而对于那些新兴行业的公司来说，由于公司成长性好，公司规模小，加上在中国这样投机氛围浓烈的市场上是非常容易被炒作的，于是相关公司的股票估值水平会比较高，行业整体市销率也会明显很高。例如在 2016 年中国互联网行业公司的市销率明显比建筑行业的要高出许多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-8　2016 年 5 月 6 日 A 股部分上市公司市值及市销率

公司	市值（亿元）	市销率
工商银行	11432	1.6
中国石油	11885	0.69
中国平安	3401	0.55
中国神华	2327	1.30
上汽集团	2182	0.33
格力电器	1156	1.18
乐视网	1091	8.39
保利地产	974	0.79
比亚迪	955	1.19
伊利股份	882	1.47
中国电建	865	0.41
中国联通	852	0.31
宝钢	891	0.54
青岛海尔	509	0.57
新希望	343	0.56
TCL 集团	423	0.40
同仁堂	383	3.54
华谊兄弟	381	9.85
张裕 A	259	5.57
四川长虹	191	0.29
迎驾贡酒	196	6.69
小天鹅 A	183	1.40
贵人鸟	158	8.02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司	市值（亿元）	市销率
老百姓	128	2.8
快乐购	108	3.85
红蜻蜓	96	3.20
峨眉山 A	65	5.91
加加食品	83	4.72
步步高	93	0.60
王府井	96	0.55
读者传媒	85	10.24
金字火腿	59	31.55
姚记扑克	62	7.65
啤酒花	49	4.08
全聚德	58	3.14
中关村	56	5.09
长白山	50	15.6
好想你	49	4.41
张家界	37	5.52

通过选取 A 股部分上市公司 2015 年的市销率进行对比，可以发现市值比较大的公司市销率普遍偏低，而市值比较小的上市公司市销率普遍偏高，很大一部分原因是由于人们偏爱小公司所导致的。经过之前的分析，规模比较大的公司市销率普遍会比较低，一则是由于这些大公司普遍进入规模不经济的状态而不被投资者看好，二则是由于这些规模庞大的公司股本大炒作困难，所以在一个投机氛围浓烈的环境中人们不愿意去买这样的股票，于是公司的市盈率和市销率会比较低。规模大不被看好的根本原因不是公司资产的多寡，而是成长性的缺乏和炒作的不容易。假如说公司的成长性好，而且股本并不是很大，那么就容易炒作，就算公司的市值和规模都比较大那么市销率也会很高。例如乐视网公司市值 1091

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿元，股本 18.6 亿股，市销率高达 8.39 倍。尽管说乐视网公司市值大，但是由于公司成长性高，股本也并不是非常高，而且网络视频在 21 世纪初已经成为高速成长的行业，那么之前限制股票价格上涨的两个因素就不存在，因此乐视网市值在 1091 亿的情形下市销率还能达到 8.39 倍。相反，假如公司的成长性不好，市场对公司所处行业不看好，那么就算公司股本和规模都很小的公司市销率一样会很低。例如步步高和王府井，由于公司所处的百货行业周期性强、成长性差，所以行业中的相关公司尽管规模并不是非常大市销率也会比较低。因此当前导致公司市销率低的主要原因是公司成长性的缺乏和炒作难度大，而公司资产规模庞大主要是这两个条件的外在表现而已，因此不能把表象当作根本原因。

就当前股票市场来说，规模大的公司成长空间相比于小公司来说比较有限，缺乏上涨 10 倍或者更多的潜力。而对于很多股民来说，大公司投资未来的潜在回报率不足，所以投资者更愿意去选择小公司的股票。大公司比较适合保守的投资者，他们的重心是在收益稳定的前提下尽可能让收益大些，而目前具有这样心理的股民还非常少，于是中国大公司的市销率都比较低。实际上这对投资者来说是有利的，因为投资者可以买到很多便宜股。对于这些大公司来说，很容易就能到找市销率小于 0.4 的股票。投资者可以在市销率小于 0.4 时买入大公司的股票并且在市销率上涨到 0.7 以上就该卖出。对于这些大公司来说每年的销售规模都是非常庞大的，因此市销率达到 1 的难度通常都比较大，所以投资者不需要等到大公司市销率达到 1 时才卖出。

市销率无论是过高还是过低都不会是合理现象，小公司股票普遍泡沫过大主要是由中国过去浓厚的投机环境造成的。但凡是一个有为的政府都会引导股市健康发展，让金融服务于实体经济，让投资者得到实惠，分享企业经营的成果。未来股市必然会从投机市场向投资市场转变，如果股民不能够与时俱进及时改变过去的炒作思维，那么是很难获得稳定盈利的。2014 年末中国提出股票发行注册制，在注册制的市场，投资者大部分会选择优质公司进行投资，因为如果差公司价格普遍上涨，那么只会导致差公司上市的越来越多，最后直到差公司股票供给大于需求，这样必然压低相关企业的市销率。相反，对于具有规模优势能够给股东带来稳定回报的大公司，当市场从以投机为主转变为以投资为主之后就会增加相关股票的需求量，从而导致市销率渐渐回到合理水平。过去中国但凡规模比较大的公司大部分已经上市，因此未来上市的公司小公司会比较多，所以未来小公司的股票供给量会不断增加，而大公司的股票供给量会逐步变得稀缺。小公司股票供给量的增加会压低小公司股票的价格，从而逐步压低小公司整体的市销率。而当大公司普遍已经完成上市，那么股票供给量的增加会显得比较有限，这样大公司的投资价值相对来说会逐步增加。通过考察 2016 年上半年在网上发行上市的 66 家公司，总股本在 10 亿股以下的有 63 只，占比达到 95.45%；总股本在 2 亿以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下的有 46 只，占比达到 69.70%。而且在发行的这 66 家公司中，总资产在 50 亿元以下的公司有 58 家，总资产规模在 10 亿元以下的公司有 39 家。因此在 2016 年上半年上市的公司大部分都是规模比较小的公司，因为像总资产千亿级别以上的大公司大部分已经完成上市。因此未来小公司的股票供给量只会越来越多，现在这种“重小盘股，轻大盘股”的情况在未来必然会得到改变。

在中国小公司市销率普遍比较高，投资者应该尽量选择市销率小于 1 的股票。假如市销率为 0.9，公司每创造 1 元的营业收入投资者为此需要付出 0.9 元的代价，但事实上对投资者来说这样的优势并不明显。例如长江传媒 2016 年 7 月 7 日的股价为 8.66 元每股，2015 年公司的营业收入为 118.9 亿元，每股营业收入为 9.83 元，市销率为 0.88。单单从市销率来考察长江传媒的估值情况，股价只需要上涨 13.51% 那么市销率就会达到 1，因此尽管长江传媒在 7 月 7 日的市销率不足 1 倍但也没有多少估值优势。投资者最好购买市销率小于 0.5 的股票，因为这样的公司股票市销率如果上涨到 1，那么公司股价就会翻倍。因此市销率小于 0.5 而股本又并不是很大的股票股价翻倍潜力大，如果公司股票市销率为 0.1，那么股票就具备了上涨 10 倍潜力的超级强势股条件。

有利的因素会对股价形成作用力推动股价反转，有利因素有很多种，而价值被低估就是一个非常有利的因素。市销率越低，那么公司股票价值被低估得可能就越严重，而这种低估所形成的推动股价上涨的有利因素就会越大。对于被低估的股票来说，一来低估得越多上涨的空间会越大，二来低估得越多就越安全。相反，市销率越高，对股价上涨越不利，一来会限制股价上涨的空间，二来股价泡沫过大会增加下跌的风险，并且下跌空间远比价值低估股票要大得多。

假如公司是一家快速成长的公司，那么随着时间的推移，公司营业收入会不断提高，市销率公式的分母会不断地增大，在股价不变的情况下市销率会不断地降下来。所以如果公司成长性好，那么就算公司市销率高一些问题也不会太大，因为随着时间的推移会使公司市销率降到合理的水平。如果市销率大于 1，那么市销率是 1 的多少倍公司营业收入就需要增长相同的倍数才能使公司股价回到合理水平，所以投资者尽量避免购买市销率过高的股票。

寻找市销率小于 0.1 的小公司容易找到具有上涨 10 倍潜力的超级强势股，一来公司股价波动活跃，股价很容易就能回到合理区间而不需要增长太多的市值，另外小公司营业收入增长速度通常会很快，从而又会形成拉低市销率的趋势。在重点考虑公司成长性时还需要考察公司经营的稳定性，主要目的是保证公司营业收入的增长有保障。

市销率显示的是投资者愿意为公司每创造 1 元的收入付出的价格，是很好衡量公司股票价格高低的指标之一，但也有它的缺点，通过市销率衡量股价的高低主要着眼于公司的营业收入，而市盈率主要着眼于公司的利润。所以在找到市销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率很小的公司后，还要看股东投资收益水平是否超过了银行利率的红线，还要考察公司的市盈率是否足够低。同时还要看公司的资产净利率是否高于市场利率、高于银行利率，单单从市销率来看公司的价值还不够全面，所以公司分析本来就是一套系统的工程，大量指标的综合才能描述公司的经营情况。

第 10 节　分红

股东投资收益的来源有两种：一是股价的上涨，二是公司的分红。股价是上市公司每股净资产的货币表现形式，因此推动股价上涨的核心是每股净资产的上升，股价上涨本质上是公司资产不断增加的结果。如果从未来股价潜在上涨的速度和空间来看，分红是不利于股价上涨的，因为分红会妨碍公司每股净资产的持续增长。但就当前时点来说，分红高的股票股价可能会高一些，因为分红高证明当下公司回报股东和派发股息的能力很强。根据诺贝尔经济学奖得主罗伯特·J·席勒的研究，从 1926 年到 1983 年，标准普尔综合股票价格指数与相应年度股息之间的相关系数高达 0.91，其间价格与实际盈利相关系数为 0.75。可见股息对股价的影响非常大，美国投资者普遍认为以获取股息为目的的交易是投资，而以价格波动获取收益的交易是投机。美国股市是一个成熟的投资市场，所以股价与股息相关度非常高。但实际上无论公司分红还是不分红，公司股票的收益水平是内生于公司的业绩的，分红多的公司股票质量并不一定好，不分红的公司股票质量也并不一定差。例如伯克希尔公司 2016 年之前可以说是不分红的，但是公司的质量一样很好。公司不分红有利于推动每股净资产的上升，而公司分红能让投资者及时拿到公司经营产生的收益。

公司资产的增加与公司的分红是相对立的，分红多一点，那么资产增加的就少一点；分红少一点，那么公司资产增加的就多一点。公司净资产的增加本质上来源于公司经营所产生的利润，而分红会导致公司利润以红利的方式流出公司。因此公司积累得多一些，那么分红就必然会少一些。所以大量分红是以牺牲股价上涨作为代价的。但无论是分红还是公司进行利润积累，股东回报水平的高低是内生于公司经营的业绩的，与公司的分红政策无关。分红与股价上涨就像此消彼长的关系，不会因为说公司的分红高，那么公司就是好公司，也不会因为公司分红低那么公司质量就不好，无论分红与否基本是不会改变公司质量的。

分红源自于公司利润的分配，对公司来说，分红多了，那么积累就少了。对于不同的公司来说，需要不同的积累策略。对于快速成长的小公司来说，在公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营利润水平很高的情况下，公司应该少分红或者不分红，从而加速资本的积累。例如机器人公司资产从 2007 年至 2015 年连续保持 10% 以上的速度高速增长，由于公司成长速度很快，所以这些年公司分红很少，从 2009 年到 2015 年公司每股分红也就在 0.05 元 ~0.15 元，而从 2006 年到 2009 年公司根本就没有分红。由于公司成长性高，所以公司 2016 年 7 月股价也存在明显泡沫，2016 年 7 月 7 日的股价为 25.76 元每股，而公司的每股净资产仅为 3.38 元，股价是每股净资产的 7.62 倍，公司成长性好，股价也高。

表 9-9　达安基因扩张数据　　单位（元）

时间（年）	总资产同比增长（%）	基本每股收益	每股分红
2007	28.48	0.98	0.00
2008	26.09	0.98	0.00
2009	112.10	1.36	0.10
2010	16.89	0.80	0.10
2011	16.31	0.54	0.00
2012	19.48	0.70	0.10
2013	25.18	0.84	0.15
2014	25.82	0.50	0.05
2015	102.47	0.60	0.10

（注：数据来源于东方财富）

当公司规模还比较小的时候，公司各项资产还不能得到合理利用，公司资产在不断增加的过程中，各项资产的匹配逐步达到最佳状态，从而出现规模经济的效应，于是加速公司资本的积累有利于公司经营效率的提高，有利于公司每股净资产以最快的速度上涨，对这样的公司来说不分红是最理性的选择。对于成熟型公司，公司利润水平稳定，缺乏扩展潜力，利润留在公司只会导致资金的低效利用，所以应该高比例分红或者高价回购公司股票。例如当一家大公司库存现金很多而又缺乏良好的投资机会，那么当公司继续进行利润积累就会导致资源的低效利用，在这样的情况下公司就应该用大量的现金进行分红或者回购公司股票。格力电器随着公司持续成长，公司 2008 年的总资产为 306 亿元，而到 2015 年公司的总资产增长到 1617 亿元，年均增长率高达 26.85%。到 2016 年第一季度，格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力电器公司的货币资产就高达963亿元，由于公司拥有大量现金资产，因此公司2014年和2015年每年的分红总额都高达90亿元以上。其中2014年每股分红3元，而每股收益仅为2.35元，公司的每股分红比公司每股收益还高。

实际上当公司拥有大量现金的时候，很多职业经理人从来不管公司是否处于资源低效利用的阶段，他们是不愿意分红的。自从上市公司的所有权和治权分离后，职业经理人和股东的利益很多时候是不相容的，职业经理人希望的是自己福利最大化，而股东希望的是利润最大化。如果职业经理人福利过多，那么自然公司股东的利润就会减少。但如果职业经理人的福利过少，那么职业经理人就缺乏工作的积极性。对于职业经理人来说，除了收入福利之外还有权利会增加他们的满足感。作为职业经理人，他们有操控公司资源的权利，尽管这些资源并不属于他们，当公司资源越多那么职业经理人调配资源的权利就会越大，因为他们可以调动的资源是增加的，因此当公司的资产很多时管理层宁可让资源低效利用也会少分红。例如万科公司在2015年的总资产规模高达6113亿元，而公司管理人持有公司的股票趋近于0。尽管管理人并没有持有公司的股票或者很少，但是管理人能够调动的资源可以很大。管理人当然希望自己能够调动的资源越多越好，那么尽管资金留在公司可能导致资源的浪费，但是管理人也还是希望资金能够留在公司，而不是以分红的方式分散出去。公司利润以红利的方式流出公司那么就会成为职业经理人不能掌握的资源，因此职业经理人为了增加自己能够掌控资源的数量，宁愿公司资源的低效利用也不愿意分红。

公司职业经理人毕竟不是公司的所有者，如果股东发现职业经理人损害股东的利益，那么股东可以撤销职业经理人。于是职业经理人与股东会达成折中方案，定期进行一定比例的分红。事实上最了解公司的还是职业经理人，股东虽然是公司的所有者，但很多时候并不了解公司的经营状况，例如很多股民在买入公司股票的时候甚至不知道公司是做什么的。如果说职业经理人最了解公司的经营情况，那么也是他们最了解公司资产利用的情况，他们更了解到底是该分红还是该积累或者说积累多少。如果说公司最有利的方案是不分红，加速资本的积累有利于股东，但是股东并不了解公司的情形，从而呼吁管理层分红。而职业经理人通常为了保住自己的地位也会去讨好股东，明知道不分红更好也要进行分红。之所以会发生这样的情形是因为投资者与管理层的信息不对称，而投资者避免这种情形出现的方式是去选择公司管理层诚实和业绩优良的公司进行投资。如果公司业绩很好，那么证明公司当前的经营政策是有效的，那么就不必过度去深究这些细节问题。

对于投资者来说，公司分红收益相比于公司资产的不断积累推动股价上涨有一个好处，人们总是怀疑公司的财务作假，因此担心公司净资产的增长不牢靠，那么分红可以证明公司是有足够的收益分配给股东的。因此很多投资者喜欢高分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红的公司，因为拿到实实在在的现金才是最可靠的。如果说公司的利润和资产的增长都是真实的，在不考虑公司资产运作效率的情况下，那么无论是分红还是不分红对股东的影响并没有什么不同。如果股东依然看好公司，那么在不分红的情况下继续持有公司股票，原本该分红的收益成了增加的每股净资产。如果股东一定要公司分红的现金，那么大不了股东卖出与自己想要分红收益等值的股票就可以了。同样，如果股东看好公司股票，不希望公司分红而是希望增加持有的公司资产，那么把所得的红利继续买入公司股票就可以了，股东对公司资产的拥有量一样是增加的。

由于公司分红资金来源于公司经营的利润，所以公司的利润水平越高，那么公司分红的能力就越强。分红潜力的大小决定于公司盈利能力的大小。例如贵州茅台和格力电器可以有很高的分红，但是 ST 生化却是基本不分红，这不是公司故意不分红，而是因为公司本来就没有多少资金可供分红。

表 9-10　相关股票每股分红　　　　　单位（元）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
格力电器	0.5	1.0	1.5	3.0	1.5
贵州茅台	4.0	6.4	4.4	4.4	6.2
上汽集团	0.3	0.6	1.2	1.3	1.4
五粮液	0.5	0.8	0.7	0.6	0.8
交通银行	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
ST 生化	0	0	0	0	0

格力电器 2011 年到 2014 年总股本约为 30 亿股，2015 年经过拆股之后股本约为 60 亿股，因此如果不考虑拆股，那么 2015 年格力电器每股分红也能达到 3 元。从分红能力上来看，2015 年格力电器公司拥有现金资产 888 亿元，相当于每股有现金资产 14.8 元，因此公司每股分红 1.5 元是完全有保障的。而且在 2015 年格力电器每股收益 2.08 元，分红占比为 72%，从收益上来看也是有保障的。再来看 ST 生化，2015 年公司现金资产为 0.5 亿元，公司股本 2.73 亿，每股现金资产 0.18 元，每股收益 0.28。从公司的现金资产来看分红是危险的，因为当下现金资产维持公司的运作都相当困难，哪还有能力进行分红？而且公司在 2015 年末还有 2.1 亿元的短期债务，因此是没有能力进行分红的，而且不分红也是理性的选择。

尽管说格力电器和贵州茅台的分红能力强，可是天有不测风云，谁也没法保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证这样的分红能够维持多久。公司的分红来自于净利润，由于公司经营的不稳定性决定了公司分红也是不稳定的，经营好的年份通常分红多，经营差的年份分红通常就会比较少。为了衡量未来可能的分红收益水平，可以取近来几年的平均值，也可以取最近分红的最近值。如果公司经营平稳，可取平均值，如果公司经营发生明显改变，可按情况取最近值。

通常公司分红的比例大概在 30% 到 70% 为适当。分红的比例是指公司每股分红占每股收益的比例。对于成长型公司来说应该少分红或者不分红，从而有利于资本的积累。对于大笨象公司来说应该高分红。如果公司分红比例过高，那将会严重影响公司未来的扩张。当然如果公司分红的比例过低，资金在公司未必也能够得到高效利用。对于分红比例低的公司来说，有能力维持长期的分红稳定，因为尽管利润水平大幅度下降，依然有能力维持前期的分红水平。对于分红比例高的公司来说，一旦公司利润水平下降，那么将会很难维持原先的高分红水平，因此分红比例越高，通常分红就会越不稳定，这决定于公司经营的不稳定性。

分红收益是股东投资获得收益的主要方式之一，我们把公司每股股息除以当前的股票价格视为股息收益率，获取分红收益的代价是投资者付出了每股价格。

股息收益率公式：

股息收益率 = 每股股息 / 每股价格

每股股息的水平决定于公司经营的情况，但是股票价格每天都在波动，而每年分红在公司公布分红政策之后就是可以确定的。当公司公布分红政策之后投资者的股息收益率就取决于股价的高低，对于股息来说，投资者还可以通过考察从前公司派发股息的金额来大体估计未来公司的股息会是多少。因此要想获得一个高收益率的股票，那么通常是发生在股票价格发生大幅度下跌之后。有很多投资者认为只要公司是一家优秀公司，那么购买其股票之后就可以坐等股票价格上涨赚取高额利润。事实上就算公司是一家优秀的公司，只要其股票价格足够高时可能也会失去投资价值。股价越高，股息收益率就会越低。当公司股价达到足够高的水平，那么再好的公司股票也会失去投资的价值。

股息收益率能起到衡量股价合理区间的作用，股息是公司回报投资者最直接的方式。对于投资者来说，尽管不能准确衡量股息收益率多少是合理水平，但投资者可以明显感觉到股息收益率的高低。投资者不会像温度计一样得到精确温度值，但是投资者能够体会到市场的冷热程度，而这一点对投资者来说就已经足够了。分红是投资者获得的投资收益，但这不是全部回报，除非公司每年都把所有的利润进行分红。如果要考察投资者的全部投资回报，那么更好的指标是市盈率。考察股息收益率的一个好处是容易和其他固定收益率金融类产品进行对比，从而得出购买该公司股票是否划算的结论。例如 2015 年末格力电器的每股价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 22.35 元，而 2015 年公司的每股分红为 1.5 元，股息收益率为 6.71%，这一收益水平是足以击败很多银行理财产品收益的，甚至比很多债券收益率还高。因此购买格力电器股票是值得的。

表 9–11 部分公司股息收益率（2016 年 5 月 10 日）

公司名称	股价（元）	股息收益率（%）
格力电器	19.00	7.9%
五粮液	29.72	2.7%
上汽集团	19.97	6.8%
交通银行	5.25	5.1%
东阿阿胶	44.79	1.5%
贵州茅台	252.08	2.5%
中国神华	13.57	2.4%
伊利股份	15.28	2.9%
中国建筑	5.34	3.8%
乐视网	60.0	0.05%

表 9–11 中很多公司股息收益率还是比较高的，这是因为表中体现的大部分都是一些质量好而且股价泡沫小的公司，实际上在 A 股市场上很多公司不分红。2016 年对于具有很大泡沫的创业板公司来说，股息收益率普遍都是很低的。例如乐视网，2016 年 5 月 10 日投资者购买该股的股息收益率仅为 0.05%，这样的收益率仅相当于此时的银行活期存款利息。2016 年银行定期存款收益率普遍在 2% 到 3% 的范围，从投资的角度来看，如果分红收益远远低于这个水平，要么证明公司股票价格过高，要么证明公司利润水平太低，或者公司故意不分红。例如 ST 生化，这样的公司是没有能力进行分红的，股价再低分红收益率也为 0。就中国 A 股来看，凡是经营业绩好的公司基本都会对股东进行分红，因此考察公司分红能力成了考察公司业绩的主要方向之一。

尽管考察分红收益很重要，但分红绝对不是唯一彰显公司实力的指标。例如美国的伯克希尔公司，该公司业绩很好，但是公司却从来不分红，公司的利润都被积累下来从而推动股价不断上涨，因此公司的股价成为全世界最高的。2016 年伯克希尔公司的股价高达 20 多万美元一股。因此股息收益率是衡量投资收益的主要指标之一，但并不是绝对的。

单从股息收益率来看，这一指标的大小决定于股价的高低和公司每股红利的多寡，而公司每股分红取决于公司的利润水平。股息收益率一方面显示了公司的分红能力，另一方面体现了公司股价泡沫的大小。公司股价有泡沫指的是股价高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于其价值的部分，股价越是高于其价值，那么股价的泡沫就越严重。但泡沫形成之初人们是很难感觉到的，因为没有谁能准确地计算出股票的价值到底是多少，因此股价泡沫的大小只能靠感觉。对于一些成长性好的公司来说，尽管公司分红低，但是公司股价并不高，或者尽管股价偏高一些，那这也是对公司成长性高的补偿。随着时间的推移，公司每股收益会不断地提升，公司的分红自然也会增加，那么时间会逐步挤掉泡沫。从这里来看，只要公司成长性好，那么股息收益率低一些是没关系的。但人们对公司成长性的把握通常只能靠感性的认识，有时候由于出于对某只股票的钟爱会赋予其过高的价格，但往往这样的价格是不对的。为了防止这种感情泛滥的投资发生，保守的投资者投资的股票股息收益率最好不要严重低于银行的定期存款利息。

如果公司的成长性差，公司每年的经营成果大部分都分给投资者，如果是这样，那么公司的股息收益率就会比较高。这种高股息收益率主要源自于两方面：一是由于公司成长性比较差，所以投资者不愿意付出太高的价格，从而导致股息收益率公式的分母比较小；二是由于公司成长性本来就比较差，如果公司继续进行高积累只会导致公司进入规模递减的状态，从而导致资源的低效利用。那么理性的选择就是进行大量分红，让投资者来支配属于他们的财产。例如格力电器，公司在 2016 年 2 月 19 日的动态市盈率为 9.1 倍，公司的总资产为 1617 亿元，2015 年每股收益 2.08，每股分红为 1.5 元，分红是每股收益的 72%。很明显格力电器是一家规模庞大的公司，在成长越来越困难的情况下公司选择高分红。对于投资者来说，购买股息收益率高、公司经营稳定的股票是一种稳妥的投资方案，因为公司稳定的经营可以为投资者带来稳定的投资回报，一旦股价上涨还会提供高位套现的机会。但是对于那些尽管当前看起来分红收益比较高，但公司每股收益逐年呈现下降趋势，公司经营的环境正在恶化的公司，那么就算公司当前的股息收益率比较高也不见得值得投资。因为伴随时间的推移，公司的每股收益会不断下降，公司的分红会不断减少。如果是这样，股息收益率高的公司在分子逐步下降的情况下会抵消当前低股价的优势。因此对于投资这些高股息收益率而且分红稳定公司的前提条件是公司经营相当稳定。

在考察股息收益率时并不是说公司分红比例越高越好，公司分红的比例越高对公司成长的影响就会越大，同时也会影响分红的稳定性。首先过高的分红会损害公司经营的成长性，其次过高的分红会导致每年的分红大幅波动。通常认为拿 30% 到 70% 的利润分给投资者较为合理，分红多少应该视公司经营环境的变化而变化。无论采取什么样的比例，一定要选择对股东最有利的情形。如果一家公司经营业绩蒸蒸日上，那么分红比例为 0 对股东来说是最有利的，因为把全部的利润投入下一年的生产收益会更多。但就经验来看，并不是说公司把全部的利润投入下一年的生产就能给股东带来极大的收益。两家经营相同项目的公司，规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各方面都很相似，但是分红的公司不见得就比不分红的公司经营业绩差，也不见得分红的公司成长速度会比不分红的公司慢。但从大方向来看，对于年轻快速成长的公司来说应偏向于少分红多积累，而对于规模庞大经营稳定的公司则应该多分红少积累。

表 9-12 五粮液分红表　　　　单位（元）

时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
每股分红	0.8	0.7	0.6	0.8
每股收益	2.6	2.2	1.5	1.6
分红收益占比	30.8%	31.8%	40.0%	50.0%

采取什么样的分红政策最好，要看采取什么样的分红政策对股东最有利。当把利润全部提取为公积金或者作为未分配利润，通过扩大下一年的生产能给股东带来更多的利润，那么投资者应该乐意看到 0 分红，而不是过多地计较 4% 或者 8% 的股息收益率。对于 4% 到 8% 的股息收益率看起来对庞大的公司更为适用，因为庞大的公司成长得已经够大，是回报股东的时候了，所以稳定而丰厚的分红是股东最愿意看到的。

尽管有的公司经营不是很稳定，但是公司的分红却相当稳定。因为公司可以选择在利润丰厚时少分一些利润，在公司亏损时分红一样不会减少。之所以能做到这样，那是因为在利润丰厚的年代少分了利润。要维持这样的分红模式，那么至少得保证亏损不能长期持续，否则利润丰厚年代积蓄的利润维持分红是难以为继的。每股分红能不能稳定，长期来看主要在于每股收益能不能稳定，因为分红收益最终的实力来源是每股收益。假如说每股收益在持续下降，那么每股分红也必然会持续下降，之前的高分红必然缺乏维持的动力。当公司已经不再是过去那么赚钱的公司，那么分红水平必然也会降下来。

表 9-13 上汽集团分红表　　　　单位（元）

时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
每股分红	0.6	1.2	1.3	1.4
每股收益	1.9	2.3	2.5	2.7
分红收益占比	31.6%	52.2%	52.0%	51.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-14 中国神华分红表 单位（元）

时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
每股分红	1.0	0.9	0.7	0.3
每股收益	2.4	2.3	1.9	0.8
分红收益占比	41.7%	39.1%	37.0%	37.5%

表 9-15 贵州茅台分红表 单位（元）

时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
每股分红	6.4	4.4	4.4	6.2
每股收益	11.7	13.3	13.4	12.3
分红收益占比	54.7%	33.1%	32.8%	50.4%

公司每股分红与每股收益之比越低，那么公司保持相同分红水平的能力会越强。因为就算公司经营业绩突然下滑，只要过去的分红比例不高，那么下滑之后的业绩一样可以保持过去的分红水平。相反，如果公司每股分红与每股收益之比过高，那么只要公司业绩出现下滑，公司就不得不降低分红，而且过高的分红比例会导致公司成长困难。

我们通常会发现，稳定分红的公司股价要比不稳定分红或者直接不分红的公司要稳定。对于稳定分红的公司来说由于公司给投资者带来的收益相当稳定，这样的公司会成为投资者追捧的对象，公司的股价往往随着公司每股净资产的增加而稳定增长。而对于不分红或者说分红不稳定的公司来说并不符合投资者的要求，于是购买不分红或者分红不稳定公司股票的人普遍是投机者，在投机资金炒作之下相关股票是缺乏稳定性的，于是会经常发现很多垃圾股价格大起大落。

对于不分红的股票，要么是由于公司缺乏分红能力而被迫停止分红，要么就是由于高积累有利于实现股东利润最大化而不分红，但无论哪种都体现出相对高些的风险。购买缺乏分红能力公司的股票本身就是风险很高的投资，而对于有能力分红但却因为要加速资本积累而停止分红的公司来说也是一种风险，因为这种开足马力前进的公司总是不如稳扎稳打的企业稳健。假如说公司不分红，把全部利润留存作为扩大生产的基金，那么这部分资金可能会因为经营不善而导致亏损，那么折中的选择就是把一部分利润分给投资者，事实上这是有利的。

股息收益率高低的主要决定力量之一是股票的价格，就算公司每股分红很低，只要股票价格足够低，那么股息收益率同样也会变得很高。由于公司股票价格是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断变化的，所以相对于投资者来说股息收益率也是不断变化的。在考察股息收益率的时候，首先要看公司的分红是否稳定，考察随着时间的推移公司的分红是否能够稳定上升，其间要忽略那些分红突然暴涨或暴跌的年份，因为那不具备指导性意义。从多年的每股分红变化上可以大体的确定公司的分红能力变化，可以知道接下来的年度公司的分红大体会是一个什么样的水平，配合当前的股价就能够知道当前的投资是否值得。

股价的暴涨会让股息收益率变得很低，而股票价格的暴跌会让股息收益率变得很吸引人。衡量股息收益率是否过高或者过低我们可以选择当期利率作为比较。不同的历史时期，股息收益率高低的标准并不一样，例如在 20 世纪 90 年代，中国银行利率高达 11%，那么像 2016 年中交通银行 5.1% 的股息收益率对当时来说就不具有吸引力。可在 2016 年银行贷款利率也就在 6% 附近，定期存款在 3% 附近，那么于交通银行 5.1% 的股息收益率相对来说就非常值得投资。因此降息会促使股票价格上涨，因为降息之后股票投资的股息收益率会更吸引人，于是会有更多的资金投资股票，那么股价自然会涨，相反加息会促使股票价格下跌。

利息的上升会促使股价下跌，因为只有股价下跌，股息收益率才能够维持原有的吸引力水平。在 2014 年，中国石油股息收益率大概为 2.1%，中国人寿大概为 2%，贵州茅台大概为 3%，银行的股息收益率普遍在 6% 的范围，事实上中国很多蓝筹公司的股息收益率都在 4% 到 8% 之间。实际上这已经是一个相当高的水平，2014 年很多股票的股息收益率明显高于银行定期存款利率，因此 2014 年是一个难得的投资年份。从股东投资回报率水平来看，2014 年上证指数成分股市盈率整体有低于 10 倍的现象，也即是说股东投资收益率可高达 10%。因此在 2013 年到 2014 年是中国股市历史上极其难得的投资机会。

伴随股票市场价格的波动，股市往往会形成极其难得的投资机会，价值投资称其为“价值洼地”。形成价值洼地或者形成股市泡沫主要是由市场的不理性造成的，当市场出现这种不理性的时候会为投资者提供极其难得的买入股票机会，也会提供极其难得的卖出股票机会。投资者可以通过大量考察市场主要股票股息收益率的变化来得出股票市场是否存在普遍价格低估或者是否存在严重泡沫的结论，以便尽可能地买入便宜股。

对中国投资者来说，普遍关注的是股价上涨，很多人甚至会在除权除息前卖出股票，然后在除权除息后以更低的成本把股票买回来，尽管这是毫无道理的操作方式，但也显示了中国股民重价格轻分红的心理。之所以会这样是因为中国上市公司长期不分红或者低分红导致股民养成了重价格轻分红的习惯。伴随资本市场的成长，伴随中国经济增速的下降，上市公司少积累就会成为越来越理性的选择。当上市公司积累率下降之后就会出现少积累多分红的情形，未来分红将会成为公司给股东主要的回报方式之一，因此投资者需要转变思维模式，把分红作为重要的投资考察项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 节　成长

*** 总资产增速 ***

公司给股东的回报有两种，一是分红，二是不断地进行资本积累，不断推高每股净资产，从而推动股价不断上升。如果公司强调分红，那么必然限制成长速度。但无论公司对投资者的回报方式是哪种方式都是次要的，公司对股东回报能力的大小决定于公司盈利能力的大小而不是取决于公司的分红政策。因此考察投资者投资收益必须要从两个方向进行，一是考察公司分红，二是考察公司资本积累的速度。公司盈利能力高是给股东高投资回报的前提条件，因此对两种回报政策的考察本质上都归结于对公司盈利能力的考察。从指标上看，有效体现公司盈利能力的指标有资产净利率，净资产增长率是公司盈利能力强弱的外在表现。对于公司资产净利率高的企业，才有能力对股东进行高分红或者加速资本的积累，反过来公司资产高速增长和长期维持高分红是公司业绩好的外在表现。

自从 1978 年中国进行经济改革以来，中国经济出现了人类历史上极其罕见的高速增长。到 2016 年，中国经济依然处于中高速增长的状态，这一代人称之为“新常态”。新常态下的经济增速依然在 6.5% 到 7% 之间，相比于世界其他各国来说依然是在以相当高的速度增长。在一个经济高速增长的环境中，企业积累率必然很高，企业积累率高有利于企业的快速成长。如果企业停止积累，那么经济增长就会成为无水之源。因此在经济高速增长的大环境中，中国上市公司表现出来的是多积累少分红。多积累少分红有利于公司资产规模快速增加，从而推动公司总资产和净资产快速增长，因此在改革开放几十年来，中国公司普遍成长速度很快。例如工商银行 2008 年总资产为 9.8 万亿元，而到 2015 年总资产就高达 22.2 万亿元，年均增长率高达 12.4%。公司总资产和净资产的增加就是公司的成长，公司的成长必然体现在公司总资产的增加和净资产的增加上，而这些都是公司业绩良好的结果。公司具备良好成长条件的前提是公司盈利水平很高，公司有很高的资产净利率。尽管说盈利的公司总资产和净资产都会不断增加，但是增加的速度不同。通过考察总资产增长率和净资产增长率可以了解到公司成长的速度。

总资产增长率：

总资产增长率 =（期末总资产 – 期初总资产）/ 期初总资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司业绩良好必然带来总资产的增长，而总资产增长率体现了资产增长速度的快慢。利润是公司经营的结果，也是推动资产不断膨胀的核心引擎。在公司经营过程中因为有大量的各类资产投入，所以产生了利润，所以资产是“因”利润是“果”。假设公司的利润不完全分配，而是把一部分或者全部作为下一年生产的基金，那么利润又是公司资产增加的根源，因此利润又是公司资产增加的“因”。当公司资产增加之后，由于公司投入生产的资源不断增多，那么公司经营产生的利润自然会不断增加。而利润的增加又会导致公司资本积累的规模增大，因此公司的利润变化和公司的资产变化是相互关联的。当公司投入生产的资源不断增加，然后就会导致公司的利润不断上升，而当公司利润上升之后，公司的每股收益就会不断地增长，这些都会成为支撑股价长期走势的根本。每股收益的上涨必然引起股价上涨，因为如果股价不跟着上升，那么市盈率和市净率就会越来越低，市场不会容忍这样的事长期存在下去，因为人是理性的。因此只要公司利润足够高并且股价合理，那么伴随每股收益的和每股净资产的不断上升，公司的股价必定上涨。

表 9-16　部分企业总资产表　　　单位（亿元）

时间（年）	上汽集团	贵州茅台	交通银行
2005	146	81.8	14234
2006	839	95.7	17195
2007	1018	105	21000
2008	1079	158	26800
2009	1382	198	33100
2011	2850	256	39500
2011	3186	349	66100
2012	3172	450	52700
2013	3736	555	59600
2014	4149	659	62700
2015	5116	863	71600

2005 年末上汽集团股价为 3.31 元，到 2015 年末公司股价为 21.22 元，从 2005 年到 2015 年公司股价上涨了 6.4 倍，年均上涨 20%。上汽集团从这 10 年股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价上涨速度来看是明显快于 GDP 增速的，10 年来公司给股东的回报不仅如此，因为除了资产增值推动股价上涨之外还有分红没有考虑。如果考虑分红因素，那么上汽集团肯定是一家非常值得投资的公司。从 2005 年到 2015 年上汽集团的总资产从 146 亿增长到 5116 元，资产规模增长了 35 倍，年均增长 43%，从这里来看公司股价增长的速度还是低于公司资产增长速度的。公司股价增长的速度低于资产增长的速度，从这里基本可以了解到 2015 年公司的股价相比于 2005 年来说还是便宜许多的。2016 年 5 月 11 日，公司股价为 20 元每股，但公司每股净资产为 16.66 元，相比之下 2007 年上汽集团每股净资产仅为 5.71 元。2015 年公司的每股收益高达 2.7 元，市盈率仅为 7.4 倍，因此并不见得 20 元每股的价格比 2005 年 3.31 元每股的价格贵。从当前公司业绩表现来看，20 元每股的价格是具备相当高投资价值的。从市盈率来看，上汽集团的股价是比较低的，公司低股价主要来源于几个原因，其一是 2015 年末 A 股价格普遍比 2005 年要便宜得多，这一点可以从这些年的股市市盈率变化得出。其二是人们普遍认为上汽集团公司的规模比较大，所以成长困难，自然不愿意对其赋予太高的价格，但实际上上汽集团的成长性是很好的，否则总资产就不会增长这么快。

表 9-17　上汽集团总资产增速表

时间 年	总资产同比增长（%）
2006	475
2007	21
2008	6
2009	28
2010	56
2011	12
2012	–0.4
2013	18
2014	11
2015	23

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

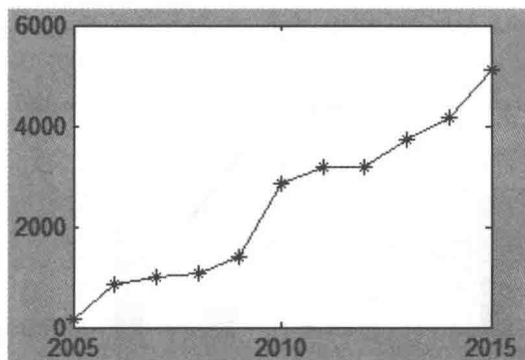


图 9-5　上汽集团总资产增长图

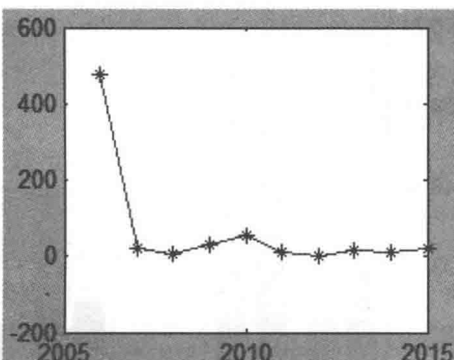


图 9-6　上汽集团总资产增长率

从上汽集团总资产增长的情况来看除了 2006 年，其他时间大部分都是比较稳定的。伴随公司资产规模的扩大，公司股价整体也呈现上升趋势。尽管股价已经上涨，但从 2013 年以来，上汽集团的股票相对于过去是要便宜许多的。不光是上汽集团，2013 年到 2014 年 A 股普遍出现了难得的投资机会，很多股票都显得非常便宜。贵州茅台 2005 年末股价为 45.62 元，2015 年末 218.19 元，相比于 2005 年，公司股价上涨了 4.8 倍，年均上涨 17%，同样公司股价上涨的速度还是远高于同期中国经济增速的，而且在考察股价上涨给股东带来回报还并未考虑公司分红。贵州茅台分红在中国股市当中算是名列前茅的，仅 2015 年公司每股分红就达到了 6.17 元。2015 年相比于 2005 年公司的总资产增长了 10.6 倍，年均增长 26.6%，同样公司股价增速还是低于公司资产增速，主要原因还是 2015 年股价相比于 2005 年来说普遍都是便宜的。造成股票 2015 年股票市场价格普遍便宜的主要原因之一是股市扩容的速度越来越快，这一点从上市公司市值的变化中可以看得出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

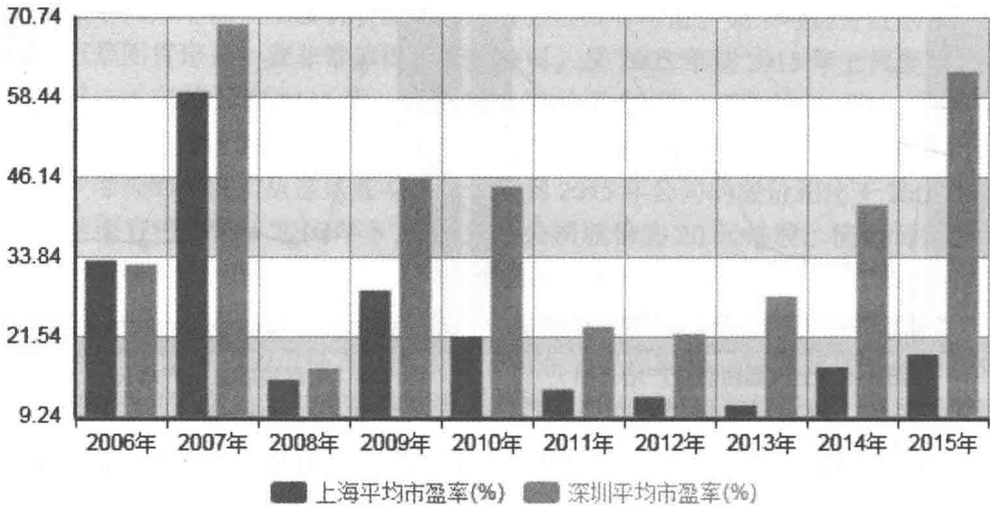


图 9-7　沪深股市市盈率柱状图

（注：数据来源于国家统计局）

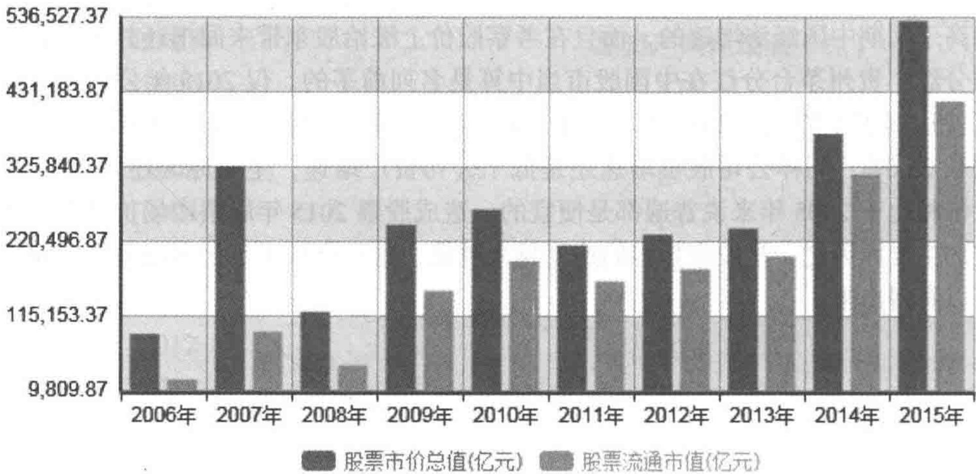


图 9-8　中国股票增长图

（注：数据来源于国家统计局）

2008 年金融危机以来，经过 2009 年的反弹，中国股市从 2010 年到 2014 年整体都是下跌的，但这段时期 A 股的市值却是不断增加的，2014 年市值创历史新高 37.6 万亿。伴随股市的大规模扩容，供给增长过快，导致股价不断下跌，从而市盈率于 2013 年创出 11 倍新低。自从 1990 年建立股市以来，一开始上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司数量少，所以股票供给量非常小，于是股票价格非常贵。1995 年中国的 GDP 为 60146.5 亿，2014 年为 634043.4 亿，从 1995 年到 2014 年 GDP 年均增长 13.19%。1995 年到 2014 年名义 GDP 增长近 10 倍，而 A 股市值增长近 71 倍，按不变增长模型看，A 股市值平均增长率为 25%，是名义 GDP 增长率的 1.9 倍。也就是说股票扩容的速度大概是 GDP 增长速度的 2 倍，这就是为什么历史上股市底部出现的市盈率在不断下降的原因之一，因为股票供给增长速度加快。

股票供给增速快于经济增速的原因是中国股票市场建立时间短，一时间大量的企业需要上市融资，自然股票供给量会快速增加。为了控制企业上市的量，那么只能进行审核制，让政府来把控上市公司的数量。由于一开始股票发行受到政府的控制，所以股票发行的数量并不多，股票就会变得需求大于供给。所以一开始股票投机性强，价格高。而且采取审核制的发行方式会导致很多企业不能从股市融到资金，那么他们取得资金的方式就是来自于银行贷款。如果直接融资比较困难，间接融资比较容易，那么这必然又会导致企业经营杠杆比较高。因此一个合理的融资结构是非常重要的，而要融资结构变得合理，那么就需要增加直接融资比重，因此未来股市很可能还会加速扩容。伴随经济的发展，在市场化改革不断进行的过程中必然渐渐地把股票发行权移交市场，而且为了赶上发达国家的金融市场，那么股票扩容的速度自然会快一些。当股市扩容到一定的程度，股票的发行由市场决定之后，股票的价格也会变得由公司的价值来决定，而不是靠投机炒作。因为当股市规模变得非常大之后投机炒作会越来越难，风险会越来越大，因此对于股民来说从投机思维向投资思维转变将会成为未来投资成功的保证。过去被市场忽略的优质股票伴随市场化的改革会逐步得到认可，例如银行股。进入到投资市场之后公司业绩对股价的影响会变得越来越重要，过去炒作之风会逐步降下来。公司股价潜在上涨的空间将会决定于公司资产潜在上涨的空间，公司股价潜在上涨的速度将会决定于公司资产潜在增长的速度。

*** 净资产增速 ***

在考察公司资产上涨速度的过程中，总资产里包括了净资产和负债。公司对负债资产尽管有使用权，但并不具有所有权。对于股东来说，属于股东资产的增长本质上是净资产的上升。例如总资产是增长了，但是涨的是负债，而净资产没增长或者反而下降了。那么这种靠负债使总资产增长起来的增长对股东来说并不是收益，甚至是一种危害，杠杆的增加会加大公司经营的风险。例如大同煤业 2015 年公司总资产同比增长了 7.24%，但是公司净资产是降低的，2014 年公司净资产大概为 122.5 亿元，而 2015 年公司净资产约为 96.8 亿元。2015 年大同煤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业总资产增加了17.8亿元，但是公司的负债却增加了43.7亿元，公司总资产的增加来自于负债的增加，而不是来自于利润的转化。

公司总资产增加得越多，那么证明公司在生产经营中可投入的资源越多，当公司可投入生产的资源很多时，那么在市场上竞争力才会强，这是考察公司资产规模增长的主要原因之一。但对股东来说，公司给股东带来的资产增加指的是股东所有者权益的上升，因此考察公司给股东带来回报的多少还要查看公司净资产增长的情况。在股本不变的情况下，公司净资产的增加来源于公司的利润，而且也只有利润是公司净资产持续增长的保障。当公司资产净利率很高并且盈利能力很强时必然会带来净资产的增长，长期来看一定会带动总资产的增长。一开始就算公司通过减小负债的方式让总资产增速降下来，但把债还完了，总资产一样会跟着净资产的上涨而上升。例如贵州茅台从2008年到2015年净资产增长了547亿元，而2008年贵州茅台的总负债为42.5亿元，净资产增长的额度是总负债的12.87倍，就算2015年贵州茅台的总负债为0，总资产规模一样比2008年高出许多。

股价是公司每股净资产的货币表现形式，因此推动股价上涨的核心是公司的每股净资产。对于股东来说净资产的增加量才是股东的收益，而净资产增加量的大小就是股东投资回报率的大小，直接体现就是公司净资产的增速。

净资产增长率公式：

净资产增长率 =（期末净资产 － 期初净资产）/ 期初净资产

每股净资产增长率 =（期末每股净资产 – 期初每股净资产）/ 期初每股净资产

长期来看，每股价格合理增长的速度要等于每股净资产增长的速度。如果股价涨得过高，那么必然回到距离每股净资产不远的地方。如果股价跌得过多，那么必然也会回到距离每股净资产不远的地方。股价涨涨跌跌，但长期来看每股价格上涨的速度与每股净资产上涨的速度是会大体一致的，如果不一致，那么股价必然会远离每股净资产而去，而这是违反价值规律的。因此股价如果要保持长期上涨的趋势，那么只有在每股净资产长期保持上升趋势才可能实现。如果公司净资产规模大幅度上升，而这种增加来自于资产的注入，并没有提升每股净资产的含量，那么本质上是不会引起股价上涨的，或者这种影响本质上是微小的。资产注入更多是改变公司的规模优势或者业务优势，但这些都是不可量化的，长期来看对股价的影响归根结底还是要体现在每股净资产的变化上。相反，就算公司净资产不增加，只要公司每股净资产增加，那么股价长期来看一样也会上涨。例如公司每年都把经营所产生的净利润拿出来回购公司的股票，从净资产规模来看是不发生改变的，但公司的股本在不断减少，每股净资产不断地提升，那么这一样会促进每股价格的上涨。在这个过程中就算公司的总市值不发生变化，但是只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股本数量正在不断缩小，那么每股价格一样会不断地提升。因为市值等于股价与股本的乘积，市值不变，股本减小，那么只能是股价提升。

市值本质上是公司资产的价值，因此公司市值潜在提升的速度应该决定于公司资产增长的速度。总资产是公司可投入生产资源多寡的体现，而净资产才是属于公司股东的部分，因此考察公司净资产增速可以看到股东投资回报率的高低。但对于股东来说，并不能一味地追求公司的净资产快速增加，全面扩张很可能会导致管理跟不上或者业绩大幅波动。如果公司不惜一切代价进行扩展，那么就算公司净资产增速短期来看很快，但这也是一种偏激行为所带来的结果，而偏激行为必然增加行动的风险。追求快的同时也要讲求稳，因此这里追求的公司净资产快速增长指的是健康的增长。在大部分公司财务报表上，净资产增长率和总资产增长率这两个指标总是波动很大，有时有的公司总资产或者净资产会连续翻几倍，但有时候又是负增长，如果公司资产增速波动幅度很大，那么这必然会增加投资的风险。例如华谊健康医疗股份有限公司 2013 年净资产同比增长 13.00%，2014 年净资产同比增长 3.74%，而 2015 年公司净资产增速高达 102.76%，很明显 2015 年公司净资产这样的增速是不可维持的。

表 9-18 华谊健康业绩增长表

	营业收入同比增长（%）	净利润同比增长（%）	总资产同比增长（%）	净资产同比增长（%）
2013 年	758.92	3842.97	64.07	13.04
2014 年	–78.38	–67.55	6.94	3.74
2015 年	554.03	73.07	79.99	102.76

从华谊健康医疗股份有限公司的主要增长数据来看，公司的总资产和净资产增长率变化非常大，而且支撑公司资产增加的营业收入和净利润的变化也非常大，因此这样的公司经营是缺乏稳定性的。不健康的增长尽管在某些年度公司资产增长的水平很高，但是依然不能得出公司股票值得投资的结论。投资者追求公司资产高速增长的前提条件是公司的增长要可持续而不是由突发事件所带来的增长。一家好的公司，总资产增长率和净资产增长率不光要快，而且还要稳，每年的增长都保持在一个合理的区间。优质公司业绩不断扩张，公司的总资产不断增加之后公司投入生产的资源越来越多，于是公司的净利润也会越来越高，只有这样，公司的净资产增长才会源源相续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-19 交通银行增长情形表

	营业收入同比增长（%）	净利润同比增长（%）	总资产同比增长（%）	净资产同比增长（%）
2013 年	11.61	6.82	13.04	10.43
2014 年	7.88	5.72	5.15	12.27
2015 年	9.26	1.21	14.15	13.55

公司净资产稳定增长的基础是公司营业收入和净利润稳定增长，因此考察公司净资产增长是否可持续就需要考察公司营业收入和利润的增长是否可持续，而这些更多的是需要定性分析。例如交通银行最近三年来净资产的增长是相当平稳的，而且银行的营业收入和利润都能保持有所增长。对于银行来说，只要银行的总资产增加，那么可供借贷的资源就会增加，而银行的利润来源于息差，只要息差稳定，那么总资产的增加是能够稳定带来利润的增加的，利润的增加也会带来稳定的净资产增加。

当公司处于成长期时，公司营业收入和净利润的增长空间比较大，所以只要公司营业收入稳步增长，那么公司净资产自然可以稳步增加。如果公司处于成熟期，公司业务高度饱和，那么公司营业收入的增长会变得非常缓慢，于是净资产的增长就不可持续，增长率会越来越小。因为分母不断增大，而分子变化却不大。因此衡量公司增长的可持续性还要回归到公司业务增长的可持续性上来，需要考察商业环境是否有利于公司的扩张，而公司的成长性会在公司净资产的增速上体现出来。

表 9-20 上汽集团净资产增长表

时间	净资产（亿元）	净资产同比增长（%）
2005	117	----
2006	323	176.1
2007	374	15.8
2008	385	2.9
2009	468	21.6
2010	1135	142.5
2011	1335	17.6
2012	1331	-0.3
2013	1450	8.9
2014	1617	11.5
2015	2109	30.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–21 贵州茅台净资产增长表

时间	净资产（亿元）	净资产同比增长（%）
2005	52.5	----
2006	60.6	16.1
2007	82.3	35.8
2008	115	39.7
2009	147	27.8
2010	185	25.9
2011	254	37.3
2012	355	39.8
2013	441	24.2
2014	553	25.4
2015	662	19.7

从净资产增长来看，上汽集团净资产从 2005 年的 117 亿增长到 2015 年的 2109 亿，其间公司净资产增长了 18 倍，年均增幅高达 33.5%。上汽集团净资产年均增幅尽管比较高，但从每年净资产增长情况来看波动是比较大的。在 2016 年 5 月 12 日上汽集团股价为 20 元每股，而公司每股净资产高达 16.7 元，价格仅是净资产的 1.2 倍，从这里来看公司股票是值得投资的。再来看贵州茅台，公司净资产从 2005 年的 52.2 亿元增长到 2015 年的 662 亿元，增长了 12.7 倍，年均增长 28.9%。贵州茅台同样也是高速增长，但增长的速度要稳定得多。贵州茅台业绩的稳定增长得益于中国经济的高速增长以及人均收入水平的提高，而且公司存在非常强的业务壁垒。像贵州茅台这样的公司，只要公司股价合理，那么就会是非常值得投资的公司，而且贵州茅台 2005 年末股价为 45.62 元，2015 年末 218.19 元，相比于 2005 年，公司股价上涨了 4.8 倍，年均上涨 17%。对于这种净资产稳定高速上涨的公司来说，长期来看必然推动股价上涨。例如上汽集团净资产的增速整体来看是相当快的，而截至 2016 年 5 月公司的股价是并不高的，因此从投资角度来看是具备良好条件的。

净资产增长的源泉是公司净利润，而净利润的来源是公司的营业收入，公司营业收入和净利润增长的速度决定了公司总资产和净资产的潜在增长速度。如果公司营业收入和净利润的增长慢下来，那么公司净资产和总资产的增长必然也会慢下来。贵州茅台净资产和总资产之所以得到稳步快速增长，主要就是得益于公司的营业收入和净利润的稳定增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-22 贵州茅台业绩增长表

时间（年）	归属上市公司股东净利润（亿元）	营业收入（亿元）	净资产（亿元）	总资产（亿元）
2005	11.6	39.5	52.2	81.8
2006	15.4	49.0	60.6	95.7
2007	28.3	72.4	82.3	105
2008	38.0	82.4	115	158
2009	43.1	96.7	147	198
2010	50.5	116	185	256
2011	87.6	184	254	349
2012	133	265	355	450
2013	151	309	441	555
2014	153	316	553	659
2015	155	327	662	863

在对公司净资产考察的过程中，假设审计机构对公司资产的估值是合理的。但如果要进行细致考察，投资者可以在净资产价值的基础上去除掉无形资产，因为无形资产的估值相对复杂得多。对于一些无形资产占比比较少的传统企业来说，去除掉无形资产后再来考察股东对公司资产的拥有量更具有真实性。但对于前沿科技类公司来说，无形资产中的专利就是公司的核心竞争力，那么这些无形资产的价值就不得不进行细致考察。对公司无形资产价值的考察难度是相当大的，公司的研发成本可以很容易地计算出来，但是这种技术优势能够保持多久是很难计算的，并且对这种技术能够带来多少利润的估计是模糊的。为了避免出现太大的失误，对科技类公司的专利进行估值要尽可能的保守一些。

把无形资产单独提出来考虑是为了能够更为细致地考察股东对公司有形资产的拥有量，但对于这些有形资产也并不见得能够准确地变现，如果真的要把公司资产变现，投资者几乎是不可能拿到像账面价值一样的现金的。每一家公司的资产通常都有特殊的用途，如果说公司破产时对公司资产进行变现处理，资产不会按审计机构估计的价值出售，破产之后公司资产出售所获得的收益往往是大幅度低于资产账面价值的。但对投资者来说，投资本来就不是打算让公司破产，除非破产对投资者有利。因此对股票价值的衡量还是可以按照公司净资产的价值来进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的，对公司成长性的衡量可以通过公司总资产和净资产增长的速度来得到反映。

总资产增长率和净资产增长率是越高越好，越稳越好，但是高要高到什么程度好？投资者需要一个标准来衡量公司的成长速度在当前环境下到底是高还是低。净资产的增加量就是股东投资之后的收益，对股东来说，在公司经营过程中投入的是过去的净资产。经过公司的运作之后原先的净资产产生了收益，于是净资产的增加量与前一期净资产的比值就是收益率，这一净资产收益率就是每一期的净资产同比增长率。对于股东来说，投资回报不仅仅是净资产的增加，除了净资产的增加量外，分红也是投资者获得投资回报的主要方式。就当前情形来看，中国上市公司分红还比较少，主要原因之一是在高速经济增长的环境下少分红有利于公司资本的积累。但就公司资产来说，净资产增长率是公司上一期投入净资产所获得的收益率，因此这样的收益率只有高于社会一般投资回报水平才能显示出公司资产创造利润的能力强于社会资产的平均获利能力。由于利率可以很好地反映社会一般投资回报水平，因此资产增长率的底线依然是市场利率。

从前期提到的案例来看，贵州茅台和上汽集团的净资产增速都是相当快的，明显高于银行贷款利率。进入21世纪以来，主要发达国家银行利率都在10%以下，对于上市公司来说，公司资产平均增长率达到两位数就已经是相当不错的表现了。例如贵州茅台，最近10年资产增速都在10%以上。

考察公司资产增长速度的目的是去衡量股东投资的回报率，而这种回报的来源是公司经营所创造的利润。如果说公司净资产的增长不是公司经营利润增加所带来的，那么这样的增长就不可持续。例如公司发生资产重组，如果公司有新资产注入，那么公司资产也会发生突然暴增，但这种资产注入的同时，也会带来股本的扩张，对原先股东通常并不会带来实质性的资产增加。因此如果公司发生资产重组，那么需要考察原先属于公司股东资产的变化，例如每股净资产是否也能增加。

公司净资产和总资产增加的原动力是公司经营的利润，业绩是因，资产增加是果，如果资产的增加不是来自于公司经营所产生的利润，那么这样的增长是很难持续的。对于投资者来说，资产增加是因，股价上涨是果。至于公司股价潜在的上涨速度有多快，取决于公司净资产潜在的增长速度有多快，而净资产增长的速度内生于公司的盈利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 节　利率陷阱

公司资产膨胀的潜在速度和股价潜在的上涨速度决定于公司的盈利水平，而投资者可以通过资产净利率来衡量公司经营的利润水平是否足够高。对于投资者来说，要投资的企业是利润水平高于社会一般投资回报水平的企业，如果投资的企业利润水平低于社会一般投资回报水平，那么投资本身就不能获得正常的利润。对于企业来说，企业利润水平会向利率靠拢。由于市场利率可以反映社会一般投资回报水平，所以在考察资产净利率、资产增长率还有市盈率时都是与市场利率进行比较。

利率反映的是社会一般投资回报水平的高低，在不同的历史条件下，社会一般投资回报水平是不一样的。企业之所以愿意投资是因为投资能获取利润，投资新的项目就能获得新的利润增长点。但假如有一天社会普遍缺乏投资机会，那么企业投资的意愿就会降低，直到企业投资利润降到 0。这时候企业生产的成本刚好等于收入，社会停止积累，每年生产的产品全部被消耗。因为这时候社会生产能力已经达到最大化，生产效率已经运用到极致。在生产效率不能增加的情况下那么停止积累就是理性的选择，因为现在的积累并不能增加未来的收益，总产量的增加顶多只是人口增加和劳动力投入增加的结果。当生产效率不能再提高之后，社会就会普遍缺乏投资机会，那么就算人们愿意储蓄，企业家也不愿意投资。根据投资储蓄恒等式来看，那么也会没有储蓄，反正储蓄也不能增加未来收益。如果社会一般投资回报水平为 0，社会不再有新的积累，那么公司正常经营产生的利润为 0，每股收益普遍趋近于 0。此时每股合理价格等于每股净资产，市场会出现市净率趋近于 1，而合理市盈率趋近于无穷大。股票价格整体也不会上涨，这时候投资者会发现上证指数会上下波动，大部分时间都是横盘震荡。

当社会一般投资回报水平趋近于 0，社会生产效率不再提升，资本就会停止深化。但假如说强行深化，效率也很难得到提升。如果过去人均使用生产的资本是 1 万元，而且在当前技术水平下已经达到了最高生产效率状态，那么现在假设强行积累每人用 2 万元的资本进行生产会不会提高生产效率？按道理使用 2 万元资本生产的效率会比用 1 万的生产效率高，但其实也不一定。如果技术没有改变，只不过是在原有机器设备上增加数量不见得产出就会增加。假如过去劳动与机器已经达到了合理匹配状态，那么增加机器不见得就能提升效率。例如一台机器需要一个人操作才能生产，现在增加到了两台机器，虽然机器增加了，资本积累了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是多出来的一台机器没有人操作，那么产量一样不会增加。

没有好的投资机会，企业家不愿意借钱，而且企业家投资利润趋近于 0，那么市场利率也会趋近于零。这种情形比较容易发生在发达国家，由于发达国家的生产普遍已经采用最先进的生产方式，生产效率已经最高，当生产效率提升的速度变得很慢，那么社会一般投资回报水平就会变得很低。所以我们发现在 2016 年很多发达国家利率趋近于 0，例如美国利率 0% 到 0.25%，日本利率也趋近于 0，欧洲甚至还通过负利率的方式刺激投资。对美国上市公司进行抽样调查，发现美国企业资产净利率平均值也是趋于 0。而改变这种状态的方式是生产效率再次大幅度提高，从而为企业提供新的利润增长点，这样才能拉动经济继续快速增长。那这么是不是说这些发达国家经济增长停滞了呢？其实这只是说相比于一些发展中国家来说经济增长要慢一些，但是相比于历史经济增长情况来说，现在的经济增长还是快的，因为现在技术进步的速度更快，人类知识储备提升的速度更快，因此不用担心未来经济会永久停留在某一个繁荣水平。我们想要说的是如果生产效率提升速度降下来，经济增长速度降下来，那么就可能会发生市场利率很低的情形。

按照当前经验，我们可以用市盈率来衡量股价的高低，但是假如说市场利率很低，那么合理的市盈率可能就会很高。那么在这种情况下再用市盈率来分析股价泡沫可能就会不对，例如出现市盈率整体很高，但是市净率整体很低，那么也不能说股市泡沫很大。当生产效率不能提高，上市公司普遍经营利润为 0，在每股收益趋近于 0 的情况下，市净率会趋于 1，市盈率趋于无穷大。此时并不能因为市盈率高就认为股价存在巨大泡沫，因为单从市净率来看公司股价是不高的。当公司利润为 0 时，那么股票价格反映的就是公司每股净资产的价格，既然每股净资产几乎已经不能再创造更多的利润，那么股价对公司盈利能力的赋值应该也会趋于 0，那么每股价格就会趋近于每股净资产。由于“股价 = 每股净资产 + Φ / n”，其中 Φ 为公司盈利能力的价值，“n”为公司的股本，而“Φ / n”为公司每股盈利能力的价值。当 Φ=0，那么合理股价自然就等于公司的每股净资产。

当社会一般投资回报水平和市场利率趋近于 0 时如果用市盈率来寻找股票的投资机会就会显得不合理，既然公司经营的利润水平为 0，投资者是否购买公司股票是没什么区别的。此时股票价格围绕每股净资产上下波动，也许对投机者来说还有一定的操作意义。但对投资者来说，任何时候都要选择盈利能力高、价格低的企业进行投资。例如当利率为 0.25% 时，标准合理的市盈率是 400 倍。就当前情况来看，如果说市场上公司市盈率普遍都在 400 倍附近，那么可以肯定股市存在非常大的泡沫。在估值过程中除了考虑公司利润之外还要考虑公司资产，如果说股票市场上股价与公司每股净资产偏离程度整体都不大，那么股市整体 400 倍的市盈率也会是合理的。只有当市盈率和市净率同时很高时才能得出股价泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重的结论。如果仅仅是股东投资回报率低，而公司股价相比于净资产来说并不高，那么只能说是社会投资利润水平下降的无奈结果。

当社会一般投资回报水平趋于0时，企业间利润水平的差距会很大，有的企业因为拥有技术壁垒而导致利润水平很高，而有的企业因为不具备优势而大幅度亏损。当社会一般投资回报水平趋近于0之后，对于投资者来说意味着追求投资收益高过利率这已经没有太大的意义，因为这很容易实现。尽管说社会一般投资回报水平为0，但是由于行业间利润率差别大，而且投资人转行困难，实际上投资者很容易就能寻找到利润高于0的企业。因此对于市场利率趋近于0时，投资者需要从两个方面来选择投资者标的。在众多投资产品中，投资该股的收益率要足够高，例如股东投资回报水平要高于大部分银行理财产品，要高于大部分债券收益率。另外，要选择市净率尽可能低的股票做投资。

第13节 市净率

股价本质是就是公司每股净资产和影响公司每股净资产变动因素的价格，股票市值定价公式如下：

市值 = 净资产 + Φ

股价 = 每股净资产 + Φ / n

其中 Φ 为公司的盈利能力，公司利润水平越高，公司的盈利能力也就越大，因此合理的市值也就越大，市净率也就越高。

市净率公式：

市净率 = 股价 / 每股净资产

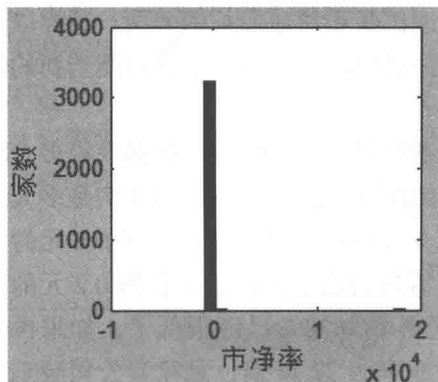
用如下公式表示股东获得每股净资产的情况：

y= 每股净资产 / 股价 =1/ 市净率

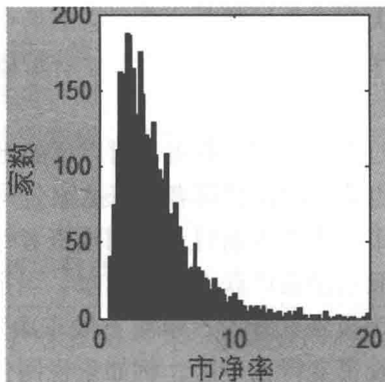
股价是股东获得每股净资产的成本，每股净资产是股东付出价格的结果。将 y 定义为股东净资产的获得率，由于对公司盈利能力估值有较高的主观随意性，这一部分定价主要来自于定性分析，为了不让感情对估值产生过于严重的影响，所以可以令公司盈利能力估值不超过公司净资产的4倍。在2015年8月29日，中国股市主板市场整体估值是较为合理的，上证指数盘面上显示的平均市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 倍不到。从市盈率来看如果说市场估值比较合理，至少主板市场是比较合理的，那么在比较合理的估值状况下应该能够找到一个比较合理的市净率。通过对 2016 年 8 月 29 日 A 股市场市净率的统计发现 A 股上市公司市净率大多都在 4 到 5 倍附近。那么投资者购买 5 倍市净率以下的股票是合理的。



（a）A 股市净率分布图



（b）a 股 0 到 20 倍市净率分布图

图 9–9　2016 年 8 月 29 日下午 13:20 分市净率分布图

假定公司盈利能力估值是公司净资产的 k 倍，则：

$$\Phi = k * \text{净资产}$$

$$\text{市值} = \text{净资产}（1+k）$$

其中，Φ 为对公司盈利能力的估值。在 k 一定的情况下，我们就可以得出市值与公司净资产成正比的关系。由于股价是公司净资产的价格，因此股价与每股净资产应该呈现正相关性。而且在 2016 年 8 月 27 日对 A 股价格与净资产进行相关性分析，发现 A 股价格与每股净资产相关系数为 0.4858。尽管相关度弱一些，但还是明显呈正相关的，这种弱相关是因为 A 股很多小公司炒作性强造成的。如果单单考察风格板块里的大盘股，发现股价与每股净资产相关系数高达 0.7120。由于大盘股投资性强，股票定价较为合理，那么考察大盘股股价与净资产的相关性结果应该更为可靠。因此支撑股价上涨潜力的大小是公司每股净资产的增速和每股净资产与股价偏差程度。可以说每股净资产增速是支撑股价上涨的核心因素。

如果说净资产是支撑股价上涨的核心因素，那么购买高市净率的股票往往是危险的。如果市净率为 10 时证明公司股价是其所代表净资产的 10 倍，也就是说投资者在用 10 块钱购买公司 1 块钱的净资产。就好比在商品市场上用 10 块钱购买 1 块钱的商品，这显然是不明智的。例如乐视网公司在 2015 年末每股价格为 58.8 元，而公司的每股净资产仅为 2.12 元，市净率为 27.74 倍，也就是说投资者每付出 27.74 元的成本才能获得公司 1 元的资产。公司无论质量多好，投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应该以高于净资产数十倍的价格购买公司的股票，因为未来要花非常多的时间来消化股价泡沫，这一现象又叫透支。

公司股票的内在价值包含公司资产市场上出售的价值和公司的盈利能力两部分，要让以高于公司净资产的价格成交股票变得划算，首先公司的净资产增长率必须大大高于市场利率，公司必须是一家快速扩张和快速成长的公司。这样以高于公司净资产的价格成交股票才有希望通过公司的净资产快速增长而使当初的交易变得划算。

通过股东净资产获得率可以反映出投资者每付出 1 元的成本能够获得多少净资产，也能反映出投资者投资这家公司获得的净资产占投入成本的比例是多大。例如当市净率为 5 倍时，证明投资者每付出 1 元的成本可以获得公司 0.2 元的净资产，股东净资产获得率是 20%。当把投资者每付出 1 元的成本获得 0.2 元的净资产作为投资红线时，事实上股东净资产获得率为 20% 已经很低了，如果再低只会令投资变得很危险。例如乐视网公司市净率为 27.74 倍，意味着公司股东净资产获得率仅为 3.6%，投资者每投入 100 元的成本仅能获得 3.6 元的净资产，很明显公司股价在 2015 年存在非常高的泡沫。

在股票市场上，有的公司经营经常亏损，有的公司的所有者权益为负，也即是说公司的市净率和股东净资产获得率为负数。投资者购买公司股票非但不能获得任何属于自己的资产，反而负了很多债权人的债务。对于这样的公司如果没有特别原因，那么投资者是不应该去购买它的股票的。例如江苏舜天船舶股份有限公司在 2015 年末尾，公司净资产为 –52.6 亿元，股价为 8.75 元，每股净资产为 –14.17 元。

表 9–23　江苏舜天船舶股份有限公司 2015 年资产情况表

总资产	31.3 亿元
总负债	83.8 亿元
所有者权益	–52.6 亿元
每股净资产	–14.17 元
每股价格	8.75 元

从江苏舜天船舶股份有限公司的情形来看，市净率为 –0.62 倍，股东净资产获得率为 –161%，也就是说投资者每付出 100 元购买公司的股票投资者就要背负 161 元的债务，事实上购买这家公司股票的基本不算是投资者了，只可能是出于其他的目的。按照股票价值的定价公式，股票的价值等于每股净资产加上每股净资产所代表的盈利能力价值，公司的每股净资产是 –14.17，股价为 8.75，那意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着人们给公司每股净资产所代表的盈利能力赋值是 22.92 元。可事实上公司近两年来经营都是亏损的，例如 2014 年公司净利润为 –17.7 亿元，2015 年公司净利润为 –54.5 亿元。如果从投资价值的角度来看，那么公司的股价再怎么低也不为过。公司股票之所以还有每股 8.75 元的价格，是因为人们认为公司的亏损不会一直持续下去，只要公司过了糟糕的年代业绩就会起来。那么只要公司不破产，终有一天股价是会上涨的。事实上，如果一家公司经营长期亏损，那么破产是必然的，只不过对于中国人来说更为关心的还不是这个。对于中国股民来说，公司越差，那么证明重组的可能性就会越大，而只要公司重组，股价通常都会大幅度上涨，这又被叫作“炒壳”。

表 9–24 ST 舜船历年资产情况

	固定资产(亿元)	总资产(亿元)	固定资产 / 总资产
2011	8.73	47.6	18.34%
2012	11.3	64.9	17.41%
2013	16.7	73.7	22.66%
2014	25.3	94.0	26.91%
2015	15.0	31.3	47.92%

从 2011 年到 2014 年公司固定资产总体来说都是呈现向上趋势的，可是在 2014 年，公司由于大幅亏损导致公司总资产大幅下降，2013 年公司归属上市公司股东净利润为 0.96 亿元，可是到 2014 年和 2015 年，公司归属上市公司股东净利润分别为 –17.7 亿元和 –54.5 亿元，而公司之所以大幅度亏损就是因为资产减值损失造成的，大幅度亏损导致公司总资产大幅度下降而固定资产占比增加。

表 9–25 ST 舜船营业利润情况表 单位（亿元）

	2015 年	2014 年
一、营业收入	10.05	25.14
二、营业总成本	64.37	41.53
其中：营业成本	13.19	26.41
管理费用	1.02	0.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	2015 年	2014 年
财务费用	4.15	2.23
资产减值损失	45.87	11.52
其他	0.14	0.39
三、营业利润	–54.31	–16.39

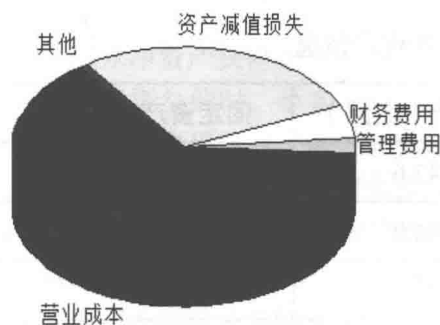


图 9–10　2014 年 ST 舜船营业成本图

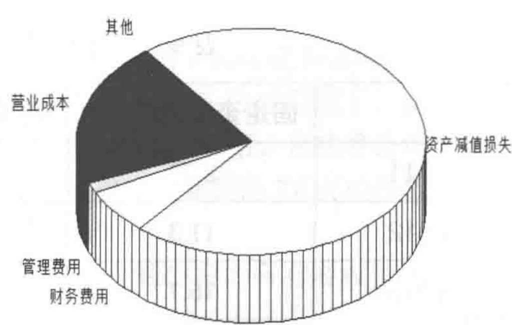


图 9–11　2015 年 ST 舜船营业成本图

表 9–26　ST 舜船资产减值损失情况表

项　目	本期发生金额（亿元）	上期发生金额（亿元）
一、坏账损失	24.21	11.36
二、存货跌价损失	10.21	0.17
七、固定资产减值损失	11.21	
九、在建工程减值损失	0.21	
十二、无形资产减值损失	0.03	

（数据来源于江苏舜天船舶股份有限公司）

如果没有资产减值损失，那么公司仅仅是轻微亏损，但在资产减值损失影响下公司大幅度亏损。而在资产减值损失里，主要损失包括三部分，一个是坏账损失大幅增加，一个是存货跌价损失，一个是固定资产减值损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

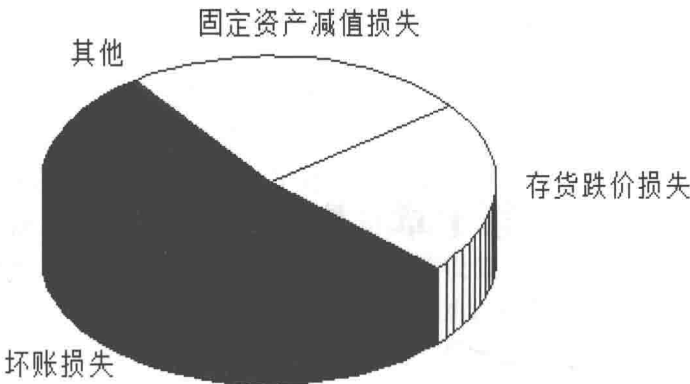


图 9-12 2015 年 ST 舜船资产减值损失图

资产减损失对公司估值影响：

表 9-27 ST 舜船历年每股净资产与每股股价 单位（元）

	2011	2012	2013	2014	2015
每股净资产	13.46	13.86	9.70	0.57	-13.96
股价	8.23	6.77	9.35	10.36	8.75

如果考察 ST 舜船 2011 年到 2013 年的股价，投资者会发现股价比公司每股净资产还低，如果公司股价破净，那么按道理来说投资是安全的，股价存在很高安全边际。可是到 2014 年，公司每股净资产急剧下降，到 2015 年公司每股净资产甚至为 -13.96 元。那么如果投资者在 2011 年以一个认为很低的价格买入公司的股票实际上是非常危险的。

炒作公司重组是危险的，首先投资者事先并不确定公司会重组，投资者只能通过公司业绩的糟糕情况来预测重组的可能性。其次，就算公司真的发生重组，但是重组后的公司能够实现资源整合使利润得到彻底改善的情形非常少，因此炒壳是一种冒险的行为。在当下，由于中国股票市场退市公司少，而且新股发行采取的是审核制的方式，为了发挥市场对资源的配置作用，伴随中国市场经济改革的深化，实行注册制是大势所趋。完善股票市场对资源的配置功能必然会让好公司留在股市，差公司退市，因此未来炒壳将会变得非常危险。因此投资者必须严守投资之道，购买价格合理或者价值严重低估的优质公司，购买股票的市净率不要超过 5 倍，也不要购买市净率为负值的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 财报分析

第1节 数据分析

投资股票首先要了解上市公司的情况，了解上市公司的情况分为两种方式。一种是在生活中感受公司的质量，例如在超市里查看公司的产品和服务是否受欢迎，看公司产品和服务是否家喻户晓。另外一种方式是利用数据把公司的经营情况和资产进行量化，通过数据在投资者心里构筑一个公司模型，从而得出公司到底是不是一个好公司的结论。

数据分析是把现象进行量化，从而得到一个数据模型，但数据模型并不是企业本身，而是真实现象的一个缩影。数据模型可以帮助我们去理解企业，但数据并不是企业本身，因此数据仅仅是我们了解企业的一种工具。市场上很多股票投资者不愿意去看数据，因为他们认为数据是假的，是做出来给大家看的，既然是假的，那么看不看都一样。如果投资者面对的是这样的人那就再有优势不过了，因为存在很大的信息优势。考察数据的目的是去了解企业，但数据并不是企业本身，因此数据就算是真的也和是假的没有区别。了解一家公司是目的，财务数据分析是手段，实际上纠结于数据的真假意义并不大。无论数据是真的还是假的，只要能够帮助我们了解这家公司就足够了。例如要建一座房子，工程师首先把房子长宽高的数据计算出来，数据可以告诉人们这座房子有多高和有多大，可以知道房子门是朝着那个方向，有多少窗户，窗户分别有多大，楼一共有几层、有几个房间，还有每个房间的面积有多大、有多少个楼道，等等。通过这些数据就可以在人的大脑里面浮现出这座房子大概是一个什么样子，而知道这座房子大概是什么样子就是目的，但数据不是房子本身，所以数据也不是真房子。如果数据是精确测量的，那么自然是好的。但如果数据是假的，只要偏差不是太严重，那么也不会妨碍我们了解房子的情况。例如一座房子的长宽高分别多出或者少了几厘米，尽管数据是不对的，但这并不影响我们去了解这座房子。另外，就算数据是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真的，数据也很难说房子由几块砖或者由几粒沙子构成。如果不知道有几块砖和几粒沙子，那么真实数据和假的数据有什么区别？因此投资者在去了解一家公司的财务数据时，一定要清楚考察数据的目的是为了了解公司。就算公司财务数据并不一定全是精确的，但只要出入不是太大能够了解公司就可以。这里并不是说财务造假无关紧要，而是说投资者了解一家公司的财务数据目的是为了了解一家公司的经营情况，同时避开质量很差的公司。如果公司财务造假，那么对投资者来说伤害可能会是很大的，因为数据可能会导致投资者做出错误的交易决策，但这一点不是不可以避免，投资者可以多关注那些难以作假的数据。如果数据是依法合理记录的，那么实际上考察数据的真实性就不是那么必要，尽管有一点出入，但只要出入不是太大都是能够帮助投资者了解公司的经营状况的。

在古代由于数学并不发达，人们对数据的处理能力比较低，于是人们对事物的理解只能借助于语言的描述或者想象。但通常语言的描述是缺乏准确性的，例如说一个东西很好，但是并没有说明好的标准是什么或者好到什么程度。而数学模型可以告诉我们好到什么程度，数学本身是一门严密的逻辑语言，能够帮助我们准确理解事物的状态，也能帮投资者细致地了解公司经营的状况。

通过数据，投资者可以知道公司当前的经营状况和过去的经营状况，也能知道现在公司的资产状况和过去的资产状况，但却不能准确知道未来公司的利润和资产状况。数据只不过是在体现历史公司的盈利情况和资产状况，数据的多少本身是由公司的资产状况和盈利状况决定的。因此要想去预测未来公司资产和盈利的量是多少，通常只能根据公司过去和当前的经营情况来去衡量下一个年度公司的净利润和资产会在一个什么样的水平。如果公司过去经营都是非常好的，利润和资产都在稳定增加，公司产品也非常受欢迎。那么根据历史数据是可以大体估计出接下来公司的利润水平，因为正常情况下，公司很少会是过去经营得非常好而一下子公司就失去大部分客户。投资者通过公司经营数据可以大体了解到公司当前和过去的经营情况，大体地了解到公司经营变化的速度。投资者可以此来和公司当前的股票价格对比，看公司的股价是否物有所值，数据就像一面镜子一样可以照出公司的经营情况。

作为一个投资者，要知道数据只是一种工具，一种帮助我们理解公司经营状况的手段，了解公司的情况才是我们的目的。我们可以分析公司的相关数据，并不是说越是全面的数据分析就越有用，事实上数据分析是越简单越好，只要能够达到我们的目的就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 节　公司财务分析

投资者了解公司的重要方式之一就是财务数据分析，一张年报基本可以体现一家公司经营的成果。通过分析资产负债表可以知道公司的资产结构和资产状态，然后就可以明显感受到当前的股价是否过高。通过分析公司的利润表就可以知道公司的盈利情况和公司经营的成本，从而得出公司获利能力大小的结论，得出这到底是否是一家值得投资的公司的结论。通过分析现金流量表可以得出随着公司的经营，公司资金流动的情况，可以看出公司的经营是否健康和正常。不同的投资者有不同的需求，有的看中公司的利润，有的看中公司的资产。一张完备的财报可以很好的描述公司的经营情况，但对投资者来说侧重点并不同。例如公司债券投资者关心的是公司债券是否安全，股票投资者关心的是公司利润是否足够高。因此我们在进行财务分析的时候只要对我们需要的数据进行分析组合就可以，而不需要像书本上一样每一个指标都分析一遍，只要能够解决我们的问题就够了。

目前中国股民很多是不看财报的。这主要有几方面的原因：一是中国股票市场建立时间短、投机氛围非常强，投机讲求的是短期交易，而公司的业绩对股价的影响是长期的，那么股民自然没有去看财报的动力；第二是中国股民很多都缺乏财务知识，既然看不懂，那还不如不看；第三是很多股民认为中国的财报可信度低，所以没有看的必要，认为反正财报也是假的，说不定看了还会被误导。

阅读财报的目的是了解公司的情况，但如果公司进行财务数据造假，那么阅读假财务数据所带来的危害比不阅读财务数据所带来的危害可能还会更大。如果说不了解公司的经营情况而买入公司股票有投资失败的可能，但只要财务数据没有太大问题，投资者是可以避开很多风险大的公司股票的。但是如果一家公司进行财务造假，通过虚增利润或者虚增资产的手段来吸引投资者，那么谎言拆穿之后给投资者带来的损失可能会更大。

对于很多投资者来说拆穿财务谎言是困难的，因为如果一家公司决定进行财务造假，那么财务数据必然是通过精心安排，在财务专家的精心安排下投资者很难发现公司财务问题。但是有一点，通常财务造假只会在不诚实的公司中发生，如果公司管理层不诚实，那么公司财务数据有造假的可能。因此对于投资者来说，投资公司就是投资公司的管理层，在投资之前要考察公司的管理层是否诚实，公司在过去经营的历史上是否兢兢业业。如果一家公司的管理层值得信赖，那么公司的财务数据就会值得信赖。要去考察公司管理层是否诚实，通常要去观察公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史经营的情况，因此投资一家好公司的前提是这家公司经营的时间比较久，只有这样才能考察公司过去的经营是否诚实。所以有人说不要去买新股，因为对公司的考察需要一段时间，而应该去买那些上市已经超过 10 年的公司的股票。

公司财务是否真实，除了考察公司管理层是否诚信之外投资者在生活中也能体会到公司是否如财务数据上显示的那么优质。一家优质公司的产品必然是非常受消费者欢迎的产品，投资者在市场上可以感受到公司产品的质量和受欢迎的程度。通过对公司产品或者服务的了解可以感受到公司的经营情况是否与财务数据所显示的相符，如果感觉相去甚远，那么大可以不去购买这家公司的股票。因此人们说购买公司的股票要购买自己看得懂的股票，购买自己熟悉的股票，这里的“熟悉”指的就是对公司产品的了解程度。通过对公司产品的了解与公司财务数据的对比从而达到对公司的全面了解，所以说“兼听则明，偏信则暗”。

除了选择值得信赖的管理层之外为了对公司进行有效地了解我们也应该进行财务分析，首先公司财报的披露是要受到审计机构和证监会等机构监管的，其次公司如果进行财务造假，一旦谎言被拆穿，公司除了受到处罚外，还会使自身的信誉受损。另外尽管一些公司财务数据有造假的成分，但至少可以让我们避开投资一家财务状况很差的公司。上市公司通常会选择把自己的财报做得靓丽些，因为好的经营业绩才会支撑股票上涨，好的经营业绩才会让股东满意，好的经营业绩才会让公司经理得到股东、董事会和其他社会人员的赞赏和肯定。只要有这样的感情性因素的存在，公司就可能会通过一些会计调整把财务做得好一些。在这样的情况下，通过看财报也许并不能完全确定一家公司是好公司，但是可以看哪一家公司是差公司。

财务数据可信度低并不能推翻阅读财报的重要性，阅读财报的目的是去了解公司的经营状态，而理解公司的经营状态是投资的必须，所以阅读财报是必要的。另外财报发布是会受到审查的，并不是企业想造假就造假的，而且造假一旦被发现会严重影响公司的信誉，可能会得不偿失。一家公司能够上市，那么证明公司过去的经营还是可以的，一家缺乏信誉的公司经营是很难成功的，那么自然也是很难上市的，因此上市公司信誉普遍是比较好的。最后，一家公司可以在某些年度进行财务造假，但是不可能永远地造假，投资者既然考察公司的投资价值，那么就会看公司过去 10 年或者更久的财报。一家连续 10 年造假而不被发现是相当难的，除非公司造假对公司经营情况的扭曲是微小的。如果是微小的，那么对投资者来说影响是不大的，假的和真的也没有区别，因为就算是真实数据也不能是毫无偏差的。投资者阅读财报的目的就是为了了解公司，“了解公司”是目的，而“阅读财务数据”是手段。财报是我们了解公司的一种工具，就算财务数据是真实的并且是按照某一套规则制定出来的也不见得就能完全地描述公司的经营信息，也即是说诚实的数据也不一定是真的。因此，财务数据只要能够描述公司经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营的状况就可以了，实际上微小的造假本质上和真实的财务数据没有多大区别，如果说影响那只能是对公司诚实性的影响。如果公司大幅度造假，而这种造假对公司的资产和利润造成了严重的影响，那么这种造假是不可能长期维持的。例如连续多年公司大幅度虚增利润和资产是不可能看不出来的，因为分红和业务规模是不能造假的。如果公司只是在某年进行大幅度造假，虚增了当年利润，那么只要以后不造假，公司的利润和资产指标也会反映公司正常的经营情况，而造假的突变对投资者也仅仅是一个特例罢了。因此投资者只需要考察长期的公司财务数据，那么通常是能够了解公司的经营情况的。

对于投资者来说，股票上投资者和投机者彼此是竞争对手，投资者赚取的利润一方面来自于公司经营业绩的增加，另一方面来自于投机者的失误。投机者的失误体现在为投资者造就了极其低价格买入的机会和极其高价格卖出的机会，其中的差价就是投资者的利润，也会成为投机者的失误成本。因此对于那些认为看财报没有用处的竞争对手，投资者没有比这更有优势的投资方式了。

通过历史的财务数据并不能预测出下一个年度的财务数据，因为公司所处的商业环境是在不断变化中的，面临着原材料价格波动的风险、劳动力成本上升的风险、商品跌价的风险、竞争加剧的风险等等。商业环境的改变也会令公司的经营结果发生改变，所以历史财务数据和图表一样不会具有预测性，正如技术分析一样。尽管财务数据分析不具备预测性，但不代表财务分析是毫无意义的，财务分析的目的主要是去了解公司，了解投资的标的。我们要做的是选择质量足够好价格足够低的公司进行投资，而财务分析可以帮助我们实现这一目标。财务分析不同于技术分析，虽然说分析的基础都是数据，但有本质区别。技术分析的数据来源是股票的价格波动，技术指标都是价格的函数，尽管指标与价格会呈现出规律性的变化，但是这种变化仅仅是函数关系的结果，并没有多大的指导意义。短期来看，股价的波动受无限因素的影响，所以价格的变化短期来看是毫无规律的，所以说股价短期波动就像布朗运动。既然股价的波动是毫无规律的，那么指标的变动也是毫无规律的。但财务数据不一样，财务数据反映的是公司经营的成果，就像一面镜子，通过财务数据的分析可以寻找优秀的公司。而公司的经营是连续的，大部分情况并不会说今天是一家好公司，而明天就会成为一家坏公司，所以财务分析是有指导性意义的。

在进行财务分析时使用的分析数据是公司过去几年或者一年的经营数据，但是这些数据并不能准确预测到下一年的经营情况。因此我们会在定量分析的基础上加上定性分析。公司过去经营的情况会对未来产生影响，我们相信中国工商银行下一个年度的利润一定会比浙江世宝的高，中国工商银行 2013 年的利润为 2600 亿，浙江世宝 2013 年的净利润为近 5 千万。同样我们没有理由认为明年工商银行的利润会降到不足百亿或者亏损，我们相信工商银行的实力是因为其过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营的情况。公司在过去的经营中会不断地积累自己的客户，而且所形成的商誉对接下来的经营也会有重要影响。如果说通过财务分析发现公司是一家好公司，公司的很多优质条件是可以长期维持下去的。

财务分析可以帮助我们了解公司的经营状态和资产状况，但并不是说只要进行财务分析，那么就能够区分什么公司好什么公司不好。首先不同的分析者侧重点不同，每个人都根据自己的需要分析不同的财务数据。把一张财报让不同的分析师进行分析，每个分析师都会得出不同的结果。尽管他们在某些方面能达成共识，但是他们通常不会得出一致的结论。一家公司到底是不是好公司本身并没有一个严格的标准，对公司进行估值也没有一个严格的标准。例如对公司估值的方法有现金流贴现法、重置成本法等等，而每一种评估的方法评估出来的结果都并不相同。因此一家公司股票的内在价值也没有一个统一的评估标准。正因为股票的价值并没有一个统一评判的标准，所以才会有投资的艺术。通过财务数据可以了解公司的情况，但财务数据并不是公司本身，所以每个人对公司价值的估计也不可能是精确的，因此才会有价值的低估和股市泡沫的形成。投资者只不过是尽量通过财务数据去了解公司本身，然后在了解的基础上做出交易决策。因为每个人分析的思路或者结论都不统一，所以才会经常出现股价被错误估计的情形，也才会为投资者提供很多优质的投资机会。

投资者通常所说的分析公司财务报表更多指的是分析公司的季报和年报，最为重要的就是分析公司年报，因为公司年报是对公司一年经营的总结，相比于季报来说要全面得多，因此分析年报是分析财报的核心环节。一般情况下公司的年报分为十一节或者十二节。

一般公司财报目录

第一节　释义
第二节　公司简介和主要财务指标
第三节　公司业务概要
第四节　公司管理层讨论与分析
第五节　重要事项
第六节　普通股股份变动及股东情况
第七节　优先股相关情况
第八节　董事、监事、高级管理人员和员工情况
第九节　公司治理
第十节　公司债券相关情况
第十一节　财务报告
第十二节　备查文件目录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常财务报表的第一节是重要提示和释义，其中投资者可重点查看公司的利润分配预案，实际上这在普通股票软件上也是可以看到的。另外释义还涉及到财务报告中的一些名字简称具体指的是什么，投资者对于财报的重要提示和释义简单看一下就可以了。

财报的第二节通常是公司的简介和主要财务指标，投资者可以简单地查看到公司的营业收入、每股收益、总资产、净资产和归属上市公司股东净利润的情况，这些都是非常重要的财务数据。首先投资者在查看这些重要财务数据的时候可以重点关注相关数据的同比增长情况，如果相关数据同比增长绝对值异常大，那么接下来投资者就需要查明原因并分析这种突变对公司经营的影响是有利还是不利，并且在接下来查看财报的过程中可重点关注导致相关数据发生突变的原因。例如广日股份 2015 年归属上市公司股东净利润同比增长 217.89%，但公司的营业收入同比增长仅为 6.26%，然后考察其中的原因发现是因为公司获得了大量的政府补助资金，而并不是公司经营业绩大幅改善造成的。

在公司的简介和主要财务指标分析中，其中一个项目是非经常性损益项目及金额，这里面包括非流动资产处置损益、政府补助和少数股东权益影响额等等，这些项目与经营产生的业绩相关度不高，而且通常缺乏可持续性。如果这些缺乏可持续性的因素导致公司业绩发生大幅度变动，那么投资者必须理性地对公司业绩进行修正。投资者首先可查看非经常性损益项目及金额合计数额与前面几个经营年度的金额相比是否有巨大变化，如果这一项目的巨大变化导致公司这一年经营的利润水平发生突变，那么投资者必须清醒知道这不是业绩大幅提升或者大幅下降造成的。如果投资者发现非经常性损益项目及金额合计数额同比增长很大，那么首先需要考察到底是由哪些具体项目造成的，并且在接下来的财报分析中可作为重点考察对象。例如广日股份 2015 年非经常性损益项目及金额合计数额约为 14.58 亿元，同比增长了约 14480%。而导致非经常性损益项目及金额合计数额大幅度增加的原因是公司获得了大量政府补助，2015 年公司计入当期损益的政府补助高达 17.26 亿元，而 2014 年仅为 0.09 亿元，也正是因为这个原因导致公司净利润大幅度增加。但投资者必须清醒地知道政府补助并不是年年都这么多，因此应该多考虑公司正常情况下的利润水平。

财报分析的第三节一般是公司经营业务的概要，在股票软件上投资者可以查看到公司大体属于什么行业并且是做什么的，但实际上这通常很笼统，相比之下查看公司财报可以了解到公司具体是做什么业务的。通过分析公司经营业务的概要还可以了解到公司的竞争优势以及行业的大体情况是什么样子。股民更像是旁观者，一般情况下对公司的业务了解并不深，因此就很难站在公司的角度来具体分析问题。但公司财报出自于公司，公司财报更能反映公司当前的经营情况和面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的问题，因此分析公司经营业务概要是重要的。

在公司经营业务概要里面有报告期内主要资产发生重大变化情况的说明，这是一张很重要的表格。投资者可以从中了解到公司通过一年的经营导致了那些资产发生重要变化。例如中国核电 2014 年公司固定资产和存货分别为 788.67 亿元和 119.81 亿元，2015 年公司固定资产和存货分别为 1118.89 亿元和 152.32 亿元，公司固定资产和存货在 2015 年同比分别增长了 41.87% 和 27.13%。存货年末较年初增加主要原因为随着核电投运机组的增加，核燃料库存增加。固定资产年末较年初增加主要原因为方家山项目 2 号机组、福清核电 2 号机组及海南核电 1 号机组投入商运，由在建工程转入固定资产。核燃料库存增加和核电机组的增加证明公司是处于扩张期的[1]。

表 10-1 中国核电重大资产变动情况说明表

货币资金	年末较年初增加主要原因是公司年内实现 IPO 上市，募集了项目开发与建设所需资金。
存货	年末较年初增加主要原因为随着核电投运机组的增加，核燃料库存增加。
固定资产	年末较年初增加主要原因为方家山项目 2 号机组、福清核电 2 号机组及海南核电 1 号机组投入商运，由在建工程转入固定资产。
在建工程	年末较年初减少主要原因为本年度新增的在建项目投资额少于建成投产转入固定资产的在建项目投资额。
其他非流动资产	年末较年初增加主要原因为购建长期资产发生的预付工程款、设备款、材料款增加。

（注：表格来源于 2015 年中国核电年报）

年报的第四节是公司管理层的讨论与分析，在这一节里首先会概述一下这一年公司经营的整体情况，然后接下来就是对主营业务进行分析。分析主营业务主要分为几个方面，首先是分析公司的营业收入情况和各项成本，对于投资者来说，如果其中某些项目变动的幅度很大，那么可能需要进行进一步分析。2015 年中国核电的财务费用高达 39.89 亿元，财务费用占总营业成本的 27.27%，而 2015 年财务费用同比增加了 103.34%，因此考察公司财务费用增加的原因是很重要的[2]。通常在主营业务分析表格下面会有解释相关财务数据发生大幅度变化的原因。例如中国核电财务费用增加的主要原因一方面是新建核电机组投入商运，对应的利息费用化支出增加；二是受人民币对美元持续贬值的原因，外币货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币型项目汇兑损失增加[3]。但是如果公司相关项目数据变化很大，而这个项目对公司经营的整体情况影响又不大，那么就不需要进行仔细分析。例如华域汽车2015年的财务费用同比增长为 -102.83%，如果从变动比率来看，那么分析华域汽车的财务费用是非常有必要的，可实际上2015年华域汽车的财务费用为 -0.02亿元，占公司营业成本的比率趋近于0，因此实际上对公司经营业绩影响是很小的，没必要过于细致分析。

在管理层的讨论与分析中通常会分析公司营业收入的构成，投资者通过查看营业收入构成表可以了解到公司收入到底是来自于哪些项目，还可以查看到公司营业收入到底主要是来自于哪些地区，并且可以了解到每个项目在营业收入中的占比情况。同样，如果某个项目数额发生巨大变化，而且这种变化对公司的业绩影响是很大的，那么投资者需要对这种突变进行分析，而在相关表格下面会有相应的解释。

在公司管理层讨论与分析这一节中通常会有一张很重要的分析表，那就是产销情况分析表。投资者可以查看公司这一年相关商品的产量和相关商品的销售量，考察产量和销量是否稳步增加。如果产量远远大于销量，那么可能存在库存积压问题。如果产销数据突然出现大幅度变化，那么投资者需要考察其中的原因，同样在表格下面通常会有相关解释。

当考察完收入情况之后就需要考察公司经营成本的情况，投资者可以分析成本构成表，了解到那些成本是公司经营的主要成本。如果某项成本占公司总成本的比重大，而这些成本数据又发生大幅度变动，那么投资者就需要考察这种变动原因，因为这种变动对公司经营的影响很可能是非常重要的。往下就是公司的费用分析，费用分析主要项目包括销售费用、财务费用和管理费用等等，如果投资者决定要投资一家公司，那么了解公司经营的主要成本是非常必要的。

在对公司进行分析的过程中，分析公司的主要供货商和主要客户是非常重要的。一般情况下年报会显示前5名供货商和客户的情况，如果一家公司对前5名客户的销售额占总销售额的比率很大，那么这对公司经营风险来说是比较大的，因为如果失去一个客户可能就会对公司业绩造成很大冲击。因此投资者要尽量避开那种前几名客户所占销售额很大的公司。

在公司管理层的讨论与分析这一节中，投资者还可以考察公司的创新能力和对创新的重视程度，因为投资者可以查看公司的研发投入表。在研发投入表里投资者大体可了解到公司投入研发的金额，公司投入研发的金额占营业收入和总资产的比重越大，那么证明公司越重视研发。另外如果公司的研发人员很多，那么同样也能证明公司很注重研发。对于一家公司来说，并不是投入研发的资金越多越好，因为研发是有风险的。如果公司经营利润水平很高，而且经营业绩很稳定，那么投资者多考察公司研发能力是好的。但如果公司经营业绩不稳定，利润水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不高，那么进行大量研发可能就会增加公司的经营风险，因为一旦失败可能会对公司带来毁灭性的打击。

在公司管理层讨论与分析中会涉及到现金流量表和资产负债表的分析，同样，投资者首先需要关注对公司经营现金流和资产总体情况可能会造成重大影响的项目，如果这些项目发生突变，那么就要分析发生突变的原因，并且分析这种突变对公司的影响是积极的还是消极的。

公司管理层讨论与分析的最后一项就是对未来的展望，首先这一部分对投资者来说是非常关键的，因为公司会表明未来计划往哪一个方向走。很多股民总是说公司具有某些概念，但却不了解公司具体在做什么或者公司打算做什么。而在公司经营展望中就会告诉投资者公司未来打算做什么，投资者可以了解到公司是不是自己想要的那种公司。对于投资者来说，公司经营发展的展望那是公司说的，至于是不是真的投资者并不知道，实际上未来是有很多不确定性的，公司经营变卦那是很正常的事。实际上先不说公司未来发展会不会按照计划的那个方向走，但阅读公司对未来的展望至少可以了解到公司未来的目标和计划，这对投资者来说是有利的，不管计划最终有没有实施，但知道公司计划总比不知道要强。另外通过阅读公司管理层讨论与分析就算不能了解到公司未来会怎样，但至少可以了解到公司当前的经营情况大体是一个什么样子，因此这一节对投资者来说是非常重要的。

财务报告的第五节通常是重要事项，这一节主要记录这一年来公司发生的重要事项。由于重要事项每家公司情况并不统一，因此投资者阅读一下就可以了。财务报告的第六节通常是股份变动及股东情况，实际上在普通股票软件上投资者都能了解到公司的前 10 大股东，投资者可以大体了解一下是哪些人或者哪些机构持有公司股票。财务报告的第七节通常是优先股相关情况，由于中国上市公司在 21 世纪初优先股还很罕见，因此很多公司在这一项目上都不适用，如有遇到，投资者做大体了解就可以了。

财务报告的第八节通常是公司董事、监事、高级管理人员和员工的情况，这一节记录了公司较为重要人员的基本信息。一方面投资者可以了解到公司这些高级管理人员的素质和学历还有他们简单的人生经历，还可以了解到他们对公司的持股情况，投资者了解这些信息对投资是有利的。在员工构成表中，如果公司的本科学历以上人员占比很高，那么证明公司员工整体素质是比较高的，投资者可以考察公司员工学历情况来了解到公司的人员整体素质大体是什么样子。还有在对公司人员进行分析的时候如果发现公司重要人员大量持有公司股票，那么这是一种好的现象，因为至少公司内部的人认为自己的公司是一家好公司。我们经常会遇到无主公司的情况，公司高级管理人虽然是管理公司，但是并不持有公司任何股票，如果连公司内部的人都不认可公司，那么如何指望外面的投资者来投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司？财务报告的第九节基本都是公司的治理情况，记录了股东大会的出席情况以及一些公司治理情况，投资者简单了解一下就可以了。

公司年报的第十节一般是财务报告，但如果公司有发行债券，那么第十节可能是债券相关情况，而第十一节才是财务报告。财务报告主要分为审计报告、资产负债表、损益表和现金流量表等。通过分析损益表可以了解到公司经营的业绩情况，通过分析公司的资产负债表可以了解到公司的资产结构，另外分析资产负债表有利于对公司股价进行估值，而分析现金流量表可以了解到公司资金的流向。

投资者在财务报告中查看公司的会计准则和财务政策是有必要的，因为这有可能会严重影响到公司的会计利润，也有可能会导致公司股票价值出现错误估计。例如如果公司固定资产很多，而通过会计方式加长固定资产的折旧年限，那么可能会因为每年少计提折旧准备而导致利润看起来很高。公司也有可能采用较低的计提坏账准备标准，从而导致公司的坏账准备计提不足，结果是使会计利润看起来很高。因此投资者在分析公司财报的过程中可注意阅读公司的会计准则和财务政策。

财报分析极为重要的一个考察项目是合并财务报表项目注释，查看注释的重要程度不亚于查看资产负债表、现金流量变和损益表，甚至说比查看以上这三表还重要。通过查看公司的资产负债表、现金流量表和损益表大体可以知道公司的情况是什么样子，但更多只能得到一个构架，如果要仔细了解公司的经营情况和资产情况，财报注释是一个极为重要的工具。看资产负债表、现金流量表和损益表的投资者就像在外面看一栋建筑物一样只能看到个大概，而看财报注释就类似投资者是走到建筑物里面去看建筑物具体是什么样子。财报注释可以体现出公司各项财务数据具体是由哪些构成的。例如在看资产负债表时投资者可以看到公司的应收账款是多少，然后就没了，可是看注释可以知道应收账款计提的坏账准备是怎样的，账龄在最近几个年度的应收账款有多少。在资产负债表上投资者可以看到公司的库存有多少，而查看财报注释可以知道在存货中有多少原材料和有多少库存商品等等，还可以知道对这些存货又计提了多少存货跌价准备，非常详细。在利润表中投资者可以看到销售费用是多少，而投资者在销售费用的财报注释中可以看到职工的工资是多少，日常的一些办公费又是多少，然后各种费用加起来才成了总的销售费用。因此分析财报注释是极其重要的。

年报的最后一节一般就是备查文件目录，对于投资者来说一般情况下是很少去了解的。对于投资者来说分析财报不需要面面俱到，按照自己的需要查看相关数据就可以了。财报只是帮助我们做投资的一个重要工具，不能把工具当作目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献：
【1】2015 年中国核电年报
【2】2015 年中国核电年报
【3】2015 年中国核电年报

第 3 节　资产负债表分析

在对股票进行估值时，本质上指的是对公司资产进行估值。只有了解公司资产的价值，那么才能与股价进行对比。要了解公司资产的状况就需要从公司的资产负债表开始。在讨论股票价格本原时我认为股价就是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，市值就是公司净资产在市面上出售的价格。通过对资产负债表的分析，投资者可以知道自己对公司资产拥有的量和了解公司资产的状况，通过各项指标可以显示公司的股价是否被高估。

分析资产负债的主要目的是寻找价值严重低估的股票。投资者可以通过资产负债表找到很多便宜货，但有时可能会遇到便宜非好货的情形，所以当发现公司股价非常低时还要考察公司的盈利能力，还要配合利润表的分析。对资产负债表的分析应该放到一个非常重要的位置，因为这关乎投资者购买的股票是否物超所值。例如 1931 年 12 月 31 日美国怀特汽车公司的股价为 8 美元，按照格雷厄姆的估算公司每股净现金资产就高达 11 美元，每股净现金资产是公司现金资产减去负债之后与股本的比值。由于公司股价比每股净现金资产还低，因此怀特汽车公司的投资者只需要让公司破产就能获得很高的收益。所以通过对公司资产负债表的分析有可能会发现股价非常低并且非常值得投资的公司。以下是关于泸州老窖公司的资产负债表分析。

表 10-2　泸州老窖股份有限公司 2015 年资产负债表

项目	余额（亿元）
总资产	131.8
流动资产	93.7
非流动资产	38.1
固定资产	11.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	余额（亿元）
货币资金	35.4
存货	28.6
应收账款	0.1
其他应收款	2.2
可出售金融资产	3.8
无形资产	2.4
预收账款	16.0
应收账款	3.2
流动负债	27.1
总负债	28.2
资本公积	6.5
未分配利润	65.9
所有者权益	103.6

表 10-3　2016 年 5 月 18 日泸州老窖资产负债表分析表

股　本	14 亿股
每股总资产	9.41 元
每股净资产	7.4 元
每股现金资产	2.5 元
每股流动资产	6.7 元
每股固定资产	0.79 元
每股负债	2.0 元
每股无形资产	0.2 元
每股未分配利润	4.7 元
每股分红	0.8 元
市净率	3 倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-4 2015 年 1 季度泸州老窖公司资产结构表

资产负债率	21.4%
股东权益比率	78.0%
固定资产比率	8.4%
流动资产比率	70.2%
无形资产比率	2.0%

2016 年 5 月 18 日，泸州老窖每股价格为 23.89 元，市净率为 3 倍，从价格与净资产的关系来看公司的股价依然处于合理水平。从公司资产结构来看，每股净资产 7.4 元，每股流动资产为 6.7 元，每股固定资产 0.79 元。公司资产结构中流动资产占比很大，流动资产占比达到 70.2%，而固定资产占比仅为 8.4%。在公司资产中，固定资产比较难变现，而流动资产变现能力要强得多，由于流动资产流动性强，所以对流动资产的估值往往要准确得多。而由于固定资产流动性差，经过长时间的经营之后对固定资产的估值往往存在比较大的偏差，因此选择流动资产占比高的公司投资存在明显优势，因为能更较为准确地估计公司价值。但如果选择固定资产占比很高的公司，如果投资者缺乏专业的估值经验，那么可能估值结果会存在很大失真。例如黔源电力 2015 年公司固定资产占总资产比率高达 92.90%，黔源电力是一家电力公司，公司拥有很多电站资产。对于普通投资者来说去评估这些电站资产的价值是有难度的。

表 10-5 黔源电力 2015 年资产表　　单位（亿元）

总资产	182.30
固定资产	169.36
房屋及建筑物	144.21
通用设备	0.23
专用设备	24.84
运输设备	0.08

类似黔源电力这样的企业，投资者是很难准确地去考察房屋及建筑物资产的价值的。还有其中的一些发电类资产投资者也是很难评估它们的价值的，例如大坝、发电厂、发电设备、变电及配电设备、水工机械设备、检修及维护设备、输电及配电线路、通讯线路及设备、自动化控制及仪器仪表、生产管理用工器具等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以投资者投资一些固定资产占比低的企业是有优势的。在各行业中，通常服务行业固定资产占比会比较少，例如银行。

表 10-6　交通银行 2015 年资产负债表

项目	余额（亿元）
总资产	71553.6
固定资产	783.4
货币及存放中央银行款项	9202.3
可出售金融资产	2647.4
无形资产	20.6
总负债	66172.7
资本公积	1133.9
未分配利润	731.0
所有者权益	5380.9

表 10-7　2016 年 5 月 24 日交通银行资产负债表分析表

股　本	743 亿股
每股总资产	96.3 元
除固定资产和无形资产外的其他每股资产	95.2 元
每股净资产	7.2 元
每股固定资产	1.1 元
每股负债	89.1 元
每股未分配利润	0.98 元
每股分红	0.27 元
市净率	0.73 倍

表 10-8　2016 年 1 季度交通银行资产结构表

资产负债率	92.5%
股东权益比率	7.5%
固定资产比率	1.1%
无形资产比率	0.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从交通银行资产负债表来看，2016 年 5 月 24 日该银行市净率 0.73 倍，每股净资产为 7.2 元，但公司股价仅为 5.26 元，很明显公司股价存在明显低估。对于银行来说除了固定资产之外，其他资产基本属于现金资产或者类现金资产。交通银行除了固定资产和无形资产外，其他资产每股可高达 95.2 元，而公司股价仅为 5.26 元，而在 2014 年 3 月交通银行股价最低时每股仅为 3.59 元。因此整体来看公司股价是存在明显低估的。

分析资产负债表的主要目之一就是考察公司股价与股票价值的偏离程度，为了达到这个目的，我们通过对每股净资产和股票价格进行对比可以简单看出股票价格偏离其应有价值的程度。尽管很难确定股票的价值是多少，但是通过每股净资产与股票价格的偏离程度可以看出股价是否被严重错误估计。例如乐视网 2016 年 6 月 30 日每股净资产为 2.20 元，但股价却高达 52.91 元，价格是公司净资产的 24.05 倍，不管公司质量如何好投资者都可以确定公司股价被高估。

对于股价偏离净资产程度应该分不同的情况来看，成熟型的大公司通常会赋予其较低的市净率，因为成熟型大公司净资产的快速增长已经变得困难。而对于快速成长的小公司来说，伴随每股净资产的快速提升可以用较少的时间挤掉股价泡沫，所以市场普遍认为市净率高一些也没关系。之所以对成熟型大公司和小公司进行区别对待的原因是它们具有的成长性普遍不同，换句话说如果公司成长性好，那么就无关乎公司规模大小的问题。有时候对大公司赋予很低市净率是市场的一种偏见，因为大公司并不见得成长速度就慢，例如银行尽管规模很大，但是进入 21 世纪以来成长的速度是非常快的。因此投资者需要进行详细考察，而不能对大公司抱有偏见。

表 10-9 2016 年 7 月 13 日部分公司市净率

净资产排名前 10 名			非负净资产排名后 10 名		
股票	净资产（亿）	市净率	股票	净资产（亿）	市净率
工商银行	18631.80	0.83	ST 沪科	0.03	1008.55
建设银行	14994.05	0.84	星美联合	0.05	1326.33
中国银行	13481.16	0.79	仰帆控股	0.05	614.59
农业银行	13616.01	0.87	中科云网	0.11	398.43
中国石油	11693.89	1.16	ST 新都	0.11	0.00
中国石化	6862.86	0.86	美利纸业	0.12	523.16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

净资产排名前 10 名			非负净资产排名后 10 名		
股票	净资产（亿）	市净率	股票	净资产(亿）	市净率
交通银行	5536.64	0.76	深中华 A	0.12	499.44
招商银行	3791.40	1.13	四川金顶	0.20	230.94
中国平安	3476.93	1.71	厦华电子	0.21	289.72
浦发银行	3436.20	0.99	ST 天利	0.29	107.43

对于快速成长的小公司市场通常会赋予相对比较高的市净率，高出净资产的部分是对公司成长性的赋值。假如公司缺乏成长性，那么无论是大公司还是小公司市净率应该都比较低。价格高出每股净资产的部分是对公司成长性的赋值，但是公司的成长性是很难量化的，如果说公司的成长性无限大，那股价就会无限高，显然这是不可能的。由于对公司成长性进行赋值带有很高的主观随意性，很多时候是感情作用的结果，为了不犯太大的错误，无论公司的成长性多好，对公司成长性的赋值不要超过净资产的 4 倍，也即是说市净率超过 5 倍的股票就不要轻易去投资。

*** 无形资产 ***

在考察股价与每股净资产偏离程度的过程中，其中有一项资产需要特别考虑，那就是无形资产。无形资产是一项比较特殊的资产，无形资产能够给公司带来收益。但对无形资产的估值带有很高的不确定性，不像实物资产，能够比较容易地估计资产的价值。但是无形资产看不见摸不着，估值起来相对较不容易。对于类似交通银行这样的无形资产很低的公司来说，由于每股所含有的无形资产趋近于0，所以不用做太多考虑。但对于一些无形资产占比高的公司来说投资就不能不进行细致地考虑。为了保守起见，投资者可以在公司净资产中扣除掉无形资产得到有形资产净值，从而便于考察投资者投资获得公司有形资产的情况。把公司有形资产净值除以股本就可以得到每股有形资产净值，这样就便于与每股价格进行对比。

无形资产中的专利技术或者商誉在公司破产时能够变现得特别低，尽管无形资产能够给公司经营带来收益，但很多时候无形资产对公司收益的影响是很难量化的，所以对于股民来说要去评估无形资产的价值是困难的。例如一项技术专利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分股民并不懂这种技术，那么去评估这种技术就会更难。

公司取得无形资产的方式有多种，有通过研发，有通过购入。在一家科技企业，无形资产含量高、专利多有利于彰显公司的创新能力。按照成本法估计技术专利的价值，通常一项技术专利的资产价值相当于它的研发成本，但并不见得研发投入的成本越大这项技术的价值就越高。如果公司为了彰显创新能力而增加研发成本，从而增加技术专利的价值，那么对投资者来说是不利的，因为通过这样的方式增加无形资产价值并不增加收益。而投资者又不能分清这项技术到底值多少钱。例如公司购入一项技术，如果这项无形资产越贵越能彰显公司对技术的注重，那么公司购买这项技术的成本越高对公司越有利，显然这是不对的。如果公司故意高价购入某些技术来提升无形资产的比率，那么容易对投资者造成误导，反正投资者也分不清这技术到底值多少钱。公司注重创新是好的，公司注重研发投入也是好的，但应该在一个合理的水平。所以投资者在考察公司无形资产的量时还应该单独提取公司除无形资产外的其他资产作为另外的考察项目。如果投资者足够保守，那么尽量多投资那些每股净有形资产含量高的公司。

表 10-10 2015 年创业环保资产负债表

项目	余额（亿元）
总资产	100.5
流动资产	28.8
非流动资产	71.7
固定资产	4.5
货币资金	13.5
应收账款	12.4
无形资产	62.6
流动负债	25.9
总负债	54.3
所有者权益	46.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-11　2016 年 5 月 19 日创业环保资产负债表分析

股　本	14.3 亿股
每股总资产	7.2 元
每股净资产	3.2 元
每股现金资产	0.9 元
每股流动资产	2.1 元
每股固定资产	0.31 元
每股负债	3.8 元
每股无形资产	4.4 元
市净率	2.33 倍

表 10-12　2015 年创业环保公司资产结构

资产负债率	54.0%
股东权益比率	43.8%
固定资产比率	4.5%
流动资产比率	28.6%
无形资产比率	62.3%

从创业环保的资产结构来看，公司无形资产占比高达 62.3%，每股净资产 3.2 元，每股无形资产 4.4 元，每股总资产为 7.2 元，除了无形资产外其他资产每股为 2.8 元，无形资产比每股净资产还高 1.2 元，因此投资者投资该公司股票是需要谨慎的。创业环保 2015 年年报显示公司每股负债为 3.8 元，除了无形资产外其他资产每股仅有 2.8 元，假设公司清算而无形资产不能变现，那么其他资产连偿还债务都不够。2016 年 5 月 19 日公司每股价格为 7.48 元，如果只考虑无形资产外的其他资产，那么这些资产是不足以偿还债务的。无形资产能够创造出利润，很多也能够出售，但是对于无形资产的估计是复杂的，如果不具备优秀的估值能力，那么投资无形资产占比高的企业需要谨慎。创业环保公司的无形资产分为几块，分别为土地使用权、特许经营权、无形资产减值、专有技术及软件等。对于这些特权或者技术到底能够带来多少收益，很多时候是难以确定的，因此当这些资产占比过大时投资者应该谨慎对待。

无形资产容易让人想到专利技术，实际上无形资产占比高不见得公司的专利技术就多，无形资产占比高也不见得公司的创新能力就强，无形资产占比高也不见得公司就非常注重研发，因为无形资产有很多种。例如创业环保的无形资产占比很高，但大部分都是与技术无关的经营特许权。2016 年中国无形资产占比高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业不是科技公司，而是公路建筑类企业。很多无形资产占比高的企业并不是因为企业的创新能力强，而是经营特许权和公路收费权的价值占比过大。对于投资者来说，像这种经营特许权在公司总资产中占比大的企业不要轻易去投资，因为很难估计这种经营特许权的价值，并且万一公司破产也极难变现。

表 10-13　2015 年创业环保无形资产结构

项目	金额（亿元）	占无形资产比率（%）
土地使用权	0.2	0.32
特许经营权	63.0	99.52
专有技术及电脑软件	0.1	0.16
合计	63.3	100%

（注：数据来源于创业环保年报）

创业环保尽管无形资产占比高，但基本都是特许经营权。通常无形资产能够体现一家公司创造力和活力，因为很多时候公司的无形资产来自于公司的研发。公司的研发多，那么无形资产自然会多，这些创造才会形成公司的核心竞争力。如果公司的创新能力强，公司投入 R&D 的成本多，那么公司的专有技术通常就会比较多，于是公司的无形资产就会比较高。在中国，企业普遍是从事劳动力密集型产品的生产，一般情况下研发是比较少的，所以中国上市公司无形资产占比通常都会比较少，中国企业无形资产占比普遍低于 5%。对于美国来说，由于企业生产采用的都是非常新的生产技术，那么提升生产效率的方式就是大量做 R&D。中国劳动力便宜，企业生产利润普遍都比较高，研发的动力自然就并不强。对于创业环保，尽管公司无形资产占比达到 60% 以上，但特许经营权所形成的无形资产高达 63 亿元，占公司无形资产的比重高达 99.52%。尽管创业环保公司相关特权能够形成壁垒维持公司利润并取到排他性的效果，但是对公司的创造力并无影响。

表 10-14　2015 年楚天高速资产负债表

项目	余额（亿元）
总资产	89.0
流动资产	3.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	余额（亿元）
非流动资产	85.1
固定资产	6.2
无形资产	75.9
总负债	48.2
所有者权益	40.9

表 10-15　2015 年楚天高速资产负债表分析表

股　本	14.5 亿股
每股总资产	6.13 元
每股净资产	2.8 元
每股流动资产	0.3 元
每股固定资产	0.4 元
每股负债	3.3 元
每股无形资产	5.2 元

表 10-16　2015 年楚天高速资产结构表

资产负债率	54.0%
股东权益比率	44.8%
固定资产比率	6.9%
流动资产比率	5.7%
无形资产比率	85.1%

表 10-17　2015 年楚天高速无形资产结构表

项目	金额（亿元）	占无形资产比率（%）
土地使用权	0.87	1.15
汉宜高速公路收费权	16.60	21.88
麻竹高速公路大悟至随州段收费权	31.36	41.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	金额（亿元）	占无形资产比率（%）
武汉城市圈环线高速公路咸宁段收费权	11.25	14.83
武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段收费权	15.77	21.64
软件	0.02	0.03
合计	75.87	100.86%

（注：数据来源于楚天高速 2015 年年报）

楚天高速公司主要业务是做传统运输业务，因此发明创造的量应该不会太多，尽管说公司无形资产占比高达 85.1%，更多的是一些收费权而不是技术专利。楚天高速无形资产主要为公路收费权，公路收费权占无形资产的比重为 99.68%，总额高达 74.98 亿元，其中软件类无形资产大约也就 200 万元。2015 年末楚天高速无形资产为 75.9 亿元，而无形资产中，无形资产的价值通常是按照取得该资产的成本计量的，但是对这种无形资产的估计往往是很复杂的。对于一项无形资产，例如公路收费权，如果说按取得该经营权的成本来计量该无形资产价值的大小，那么企业出价越高该项特权的价值就会越大，但实际上成本高不见得能够增加利润。实际上这些特权的价值决定于它能够为企业所带来利润的大小，而并不是说只要企业家愿意出价，那么这项特权的价值就可以被无限推高。如果说一项特权的价值决定于它能够为企业带来的利润量，但是这种特权创造的利润是未来才能实现的，事先很难估计。因此投资者去投资这些无形资产很高的企业要尽量小心。例如 2015 年楚天高速每股无形资产为 5.2 元，而每股净资产仅为 2.8 元，假设公司破产无形资产全部化为乌有，那么每股总资产减去无形资产后仅为 0.93 元，而每股负债高达 3.3 元，其他资产是不足以偿还负债的，因此投资该公司风险是比较大的。例如 2016 年 1 月 28 日四川成渝的每股价格为 3.87 元，而公司的每股净资产约为 4.35 元。由于股价破净，按理来说公司股价是比较低的。但如果把无形资产剔除，公司其他资产偿还负债都难。2015 年公司的股本为 30.6 亿股，所有者权益为 132.97 亿元，因此每股净资产大约为 4.35 元。2015 年公司无形资产为 234.85 亿元，每股无形资产为 7.67 元。如果单单考察公司的有形资产，公司股价明显是比较高的。

由于无形资产在公司破产时能够变现的价值很低，因此无形资产的清算价值是很低的，所以投资者购买含无形资产比率比较大的公司股票需要谨慎，需要单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独考虑公司的有形资产。如果公司无形资产主要源自于公司的技术专利，而这些专利构成了企业的核心竞争力，那么去购买专利并且掌握核心科技的公司是一种有效的投资方式。但对普通股民来说，大部分人都缺乏对公司核心科技所代表的这部分无形资产进行估价的能力，如果公司无形资产占比超过 30%，那么对无形资产进行仔细分析是非常必要的。对于普通股民来说，他们很难衡量无形资产占公司总资产的比率过多是否正常，但可以确定的是无形资产越多，股东所拥有的有形净资产就越少。

通过考察无形资产，可以反映出公司的研发能力和研发态度。如果公司重视研发，那么公司的专利技术或者非专利技术通常占比会比较高，另外公司的研发人员通常占比也会比较多。通过考察公司的规模和公司对研发的投入可以了解到公司的创新能力。例如信立泰公司 2014 年的总资产为 137.7 亿元，货币资金为 17.3 亿元，而 2015 年公司的研发投入为 3.2 亿元，公司实际上是一家比较注重研发的公司。例如到 2015 年信立泰拥有有效专利 89 件，正申请 74 件。

表 10-18　信立泰研发投入表

	2015 年	2014 年	变动比率
研发人员数量（人）	571	510	11.96%
研发人员数量占比	18.30%	16.70%	1.60%
研发投入金额（亿元）	3.15	1.45	117.76%
研发投入占营业收入比率	9.05%	5.01%	4.04%
投入研发资本化金额	1.39	0.22	541.28%
资本化研发投入占研发投入的比率	44.16%	15.00%	29.16%

（注：数据来源于信立泰 2015 年年报）

表 10-19　2015 年信立泰无形资产表

项目	金额（亿元）
土地使用权	1.36
专利权	0.03
非专利技术	8.59
软件系统	0.01
合计	9.99

（注：数据来源于信立泰 2015 年年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-20 2015 年信立泰资产结构表

项目	金额（亿元）
总资产	53.87
无形资产	9.99
非专利技术	8.59
无形资产占比	18.55%
非专利技术占比	15.95%

信立泰 2015 年投入研发的资金占营业收入的比率为 9.05%，在目前世界各国，如果一个国家投入研发的资金达到 GDP 的 3%，实际上已经是一个相当高的水平了，所以说信立泰研发投入还是相当大的。投入研发的资金占公司营业收入的比率越大，证明公司越重视创新，一家越是注重创新的公司通常也是一家积极进取的公司。但并不是投入研发的资金越大就越好，投入研发的力度显示了公司的进取心，但如果公司把大量的资源都投入研发实际上是危险的。进取心强固然好，但如果投入的资源过多就是争强好胜。做研发是有风险的，可能成功，也可能不成功。如果投入研发的资金太多，最终结果却是失败的，那么必然对公司的经营造成非常严重的影响。因此公司投入研发的力度应该合理，例如拿营业收入的 15% 以内的资金做研发是可以的。

公司无形资产比率高，而且这些无形资产主要由生产技术构成，并且公司投入研发的资金占营业收入的比率高，那么证明公司的进取心强。但公司不应该为了向世人表现公司的进取心而大量进行研发，公司是否该做研发，该怎么研发，该投入多少资金，这些都要进行细致地考虑。企业是以追求利润最大化为经营目的，所以做研发也不能盲目。如果公司经营的产品是行业的低端产品，那么研发对公司来说就并不那么重要。如果公司生产的是技术含量高的产品，而且采用的是非常先进的生产技术，那么为了提升产品的竞争力和生产的效率就需要进行大量的研发。

另外公司投入研发的力度可以显示公司进取心的强弱和公司对创新的重视，但并不是说只要公司专利类无形资产占比高、投入研发的力度大，那么就证明公司的创新能力强。创新能力的强弱取决于两个方面，一是公司投入研发的资金占公司总资产和营业收入的多寡，另一个是公司可投入研发资源的规模有多大。如果公司是一家小公司，那么就算把所有的资源投入研发也不见得创新能力就能超过一家大公司。例如青岛海尔尽管公司研发投入仅占营业收入的 2.7%，可公司光 2015 年的研发投入金额就高达 23.44 亿元。相比于信立泰，青岛海尔的研发人员明显就要多出许多。因此公司创新能力不光取决于公司研发投入的比率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更重要的还有公司可供投入研发的资源。例如信立泰 2015 年的货币资金为 10.05 亿元，而青岛海尔的货币资金就高达 247.57 亿元，单单从可投入研发资源来看，青岛海尔就比信立泰要高出许多。

表 10-21 2015 年青岛海尔研发投入表 （亿元）

本期研发投入	23.44
本期资本化研发投入	1.17
研发投入合计	24.61
研发投入金额占营业收入的比率（%））	2.7
公司研发人员数量（人）	10097
研发人员占公司总人数比率（%）	15.8
研发投入资本化比重 (%)	4.8

（注：数据来源于青岛海尔 2015 年年报）

公司无形资产占比高并不见得公司的专利技术多，如果投资者要考察公司的创新能力，那么可以考察公司的研发投入。例如投资者可以通过公司研发投入占营业收入的比重和总资产的比重来衡量公司对研发的重视程度，但是公司研发投入应该量力而行，如果把巨量资源投入研发必然增加公司经营风险。对于投资者来说，如果公司无形资产占比过高，那么非常有必要考察公司的净有形资产含量。

*** 流动资产 ***

在公司资产中，变现能力最强的当属流动资产，对投资者来说，购买流动资产占比多的公司是有利的。公司清算时固定资产很难按照资产负债表上的金额变现，相比之下流动资产变现的速度快，而且容易按照市价出售。因此单独分析流动资产非常必要，能得到可靠的估值结果。投资者可以考察每股流动资产的含量和每股净流动资产的含量来寻找投资机会，公司的流动资产减去所有负债之后就是净流动资产，净流动资产与股本的比值就是每股净流动资产。如果公司每股净流动资产比股价还高，那么会带来非常难得的投资机会。例如按照格雷厄姆的估计，怀特汽车公司在 1931 年 12 月 31 日的每股净流动资产为 34 美元，而公司的股价仅为 8 美元，投资者购买该公司的股票是存在非常好的估值优势的[1]。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-22 格力电器 2015 年资产负债表 单位（亿元）

资产	期末余额	期初余额	负债和所有者权益	期末余额	期初余额
流动资产：			流动负债：		
货币资金	888.2	545.5	短期借款	62.8	35.8
衍生金融资产		0.8	向中央银行借款	0.1	0.2
应收票据	148.8	504.8	吸收存款及同业存放	5.7	8.1
应收账款	28.8	26.6	衍生金融负债	11.9	2.2
预付账款	8.5	15.9	应付票据	74.3	68.8
应收利息	11.1	12.4	应付账款	247.9	267.8
其他应收账款	2.5	3.8	预收账款	76.2	64.3
买入返售金融资产	10.0		卖出回购金融资产款		5.9
存货	94.7	86.0	应付职工工资	17.0	15.5
其他流动资产	16.8	5.6	应交税费	29.8	83.1
流动资产合计	1209.5	1201.4	应付利息	0.5	0.4
非流动资产：			应付股利		
发放贷款及垫款	78.7	64.4	其他应付账款	26.1	25.5
可供出售金融资产	27.1	21.5	一年内到期的非流动负债	24.0	20.6
长期股权投资	1.0	1.0	其他流动负债	550.1	485.9
投资性房地产	4.9	5.1	流动负债合计	1126.3	1083.9
固定资产	154.3	149.4	非流动负债：		
在建工程	20.4	12.5	长期借款		22.6
固定资产清理	0.2	0.1	长期应付职工薪资	1.3	1.1
无形资产	26.6	24.8	递延收益	1.4	0.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

资产	期末余额	期初余额	负债和所有者权益	期末余额	期初余额
长期待摊费用	0.1	0.2	递延所得税负债	2.4	2.6
递延所得税资产	87.6	81.9	非流动负债合计	5.1	27.1
其他非流动资产	6.6		负债合计	1131.3	1111.0
非流动资产合计	407.5	360.9	所有者权益:		
			实收资本	60.2	30.1
			资本公积	1.9	31.9
			其他综合收益	–1.3	0.2
			盈余公积	35.0	29.6
			一般风险准备	2.1	1.4
			未分配利润	377.4	348.4
			归属母公司所有者权益合计	475.2	441.5
			少数股东权益	10.5	9.8
			所有者权益合计	485.7	451.3
总资产	1617.0	1562.3	负债和所有者权益总计	1617.0	1562.3

（注：数据来源于 2015 年格力电器年报）

表 10–23　2015 年格力电器流动资产表

股本	**60.2 亿股**
货币资金	888.2 亿元
应收票据	148.8 亿元
应收账款	28.8 亿元
预付账款	8.5 亿元
应收利息	11.1 亿元
其他应收账款	2.5 亿元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

股本	**60.2 亿股**
买入返售金融资产	10.0 亿元
存货	94.7 亿元
其他流动资产	16.8 亿元
流动资产总计	1209.5 亿元
总资产	1617 亿元
净资产	485.7 亿元

表 10-24　2015 年格力电器每股资产情形表

每股总资产	26.9 元
每股负债	18.8 元
每股净资产	7.9 元
每股流动资产	20.1 元
每股现金资产	14.8 元
每股净流动资产	1.3 元

表 10-25　2015 年格力电器资产结构表

资产结构：	
产负债比率	70.0%
股东权益比率	29.4%
固定资产比率	9.5%
流动资产比率	74.8%
无形资产比率	1.6%
流动资产中各项资产占比：	
货币资金比率	73.4%
应收票据比率	12.3%
应收账款比率	2.4%
预付账款比率	0.7%
应收利息比率	0.9%
其他应收账款比率	0.2%
买入返售金融资产比率	0.8%
存货比率	7.8%
其他流动资产比率	1.4%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格力电器流动资产占比高达 74.8%，证明公司变现能力比较强的资产占比非常大。在 2016 年 2 月 19 日公司每股价格为 19.22 元每股，而公司每股所含流动资产高达 20.1 元，其中每股所含现金资产高达 14.8 元。由于公司的负债比率比较高，所以公司的每股净流动资产实际上是相当小的。2015 年公司的负债为 1121.31 亿元，每股负债为 18.8 元，资产负债率高达 69.96%，从而导致公司的每股净流动资产仅为 1.3 元。

格力电器 2015 年每股现金资产为 14.8 元，现金资产就像投资者存放在公司的现金，如果把这部分现金去除掉，那么投资者购买其他资产的每股价格仅为 4.42 元每股。2015 年格力电器每股收益为 2.08 元，每股净资产为 7.9 元，按此计算公司的市盈率为 9.24 倍，股东投资收益高达 10.8%。公司市净率为 2.43 倍，股东资产获得率为 41%，从这里来看公司股价是较为合理的。从公司的成长性来看，公司成长速度非常快，因此股价上涨的速度也非常快。经过复权处理之后，公司股价从 1996 年的 17.5 元每股涨到 2015 年的 3000 元每股，其间股价上涨了 171.4 倍，年均上涨 31%，因此公司是一家典型的优质公司。

从格力电器的流动资产来看，格力电器 2015 年末共有流动资产 1209.5 亿元，而且在流动资产中有 888.2 亿元的现金资产，在流动资产中现金资产占比高达 73.4%，公司拥有的现金量是非常惊人的。由于流动资产中公司的现金资产很多，因此公司能够维持高比例的分红。2014 年公司每股分红 3 元，占每股收益的 128%，分红金额近 90.3 亿元。2015 年公司每股分红 1.5 元，分红占每股收益的 72.1%，分红金额与 2014 年一样约为 90.3 亿元，每股分红之所以降低是因为其间有拆股。从公司的分红角度来看，公司在 2014 年分红之所以能够达到每股收益的 128% 是因为公司拥有大量的现金资产。截至 2016 年第一季度，公司拥有的现金资产高达 962.8 亿元，因此格力电器未来依然有能力维持高比例的分红。

2015 年格力电器公司现金资产相比于 2014 年来说同比增长 62.8%，上升的幅度是非常明显的。在对公司各项资产进行分析的过程中，如果发现某项资产有比较大的变动，投资者应该查明这种变动的原因。因此除了看资产负债表，也要重视财报注释的分析。例如格力电器货币资金突然大幅增加一项，主要源于银行存款和存放同业款项的增加。

表 10-26 2015 年格力电器货币资金表 单位（万元）

项目	期末数	期初数	增长数	同比增长
现金	240	200	40	20%
银行存款	3995110	2022136	1972974	97.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	期末数	期初数	增长数	同比增长
其他货币资金	768709	622100	146609	23.6%
存放中央银行款项	376967	482070	-105103	-21.8%
存放同业款项	3740955	2328061	1412894	60.7%
合计	8881980	5454567	3427413	62.8%
存放在境外的款项总额	472952	12846	460106	3581.7%

（注：数据来源于 2015 年格力电器年报）

格力电器现金之所以能够大幅增加是银行存款和存放同业款项大幅增加所致，其中银行存款增加了近 200 亿元，而存放同业款增加 141 亿元，公司的经营是有大量现金流入公司的。有的公司经营尽管产生很多利润，但有时候流入公司的现金并不多。流动资产的增加有助于公司资产规模的增加，但是投资者需要考虑这种增加对公司规模的扩展是否可持续。例如经营导致应收账款的不断增加，应收账款的增加必然会增加公司的财务风险，同时会因为计提过高的坏账准备而导致利润下降。另外一种情形是随着公司的经营，公司的净资产和存货不断增加，但是营业收入和净利润的增加却很少。存货增加导致公司资产增加但主要是货物积压的结果，这样也是非常危险的。对于格力电器来说，公司的流动资产大部分都是现金资产，相比之下公司的存货占流动资产的比率仅为 7.8%，而应收账款占流动资产的比率为 2.6%。在 2015 年末格力电器存货为 96.3 亿元，其中原材料为 37.8 亿元，在产品为 12.9 亿元，产成品为 45.5 亿元，产成品占存货的比率为 47.2%，在公司存货中产成品的变现能力比原材料要容易许多。对于投资者来说，在分析公司存货的时候假如公司存货的量很大，就需要看存货的组成部分，如果大量的存货都是原材料，那么公司是在准备扩大生产，如果公司的存货是大量的成品，那么证明公司存在严重的货物积压。

格力电器拥有非常优厚的现金资产，事实上对投资者来说，上市公司有的资产虽然不是现金资产但是也像现金资产一样。例如应收票据，只要把票据进行贴现就可以马上换成现金。甚至包括一些可出售金融资产也可以视为类现金资产，因为只要把这些金融资产出售就可以变成现金。如果企业持有大量国债，那么企业只需要将国债卖出就能转化为现金，因此这些资产都可视为类现金资产。如果说公司的现金资产加上类现金资产总和比公司的负债还高，现金资产减去负债之后与股本之比可以视为净现金资产，如果公司的净现金资产比公司的股价还高，那么这通常就是一家非常值得投资的公司，因为投资者购买公司股票之后只要让公司清算就能获得很高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-27　长城汽车 2015 年流动资产表

货币资金	36.4 亿元
应收票据	281.6 亿元
应收账款	6.8 亿元
预付账款	8.8 亿元
应收利息	0.1 亿元
应收股利	0.1 亿元
其他应收账款	1.0 亿元
存货	41.2 亿元
一年内到期的非流动资产	10.2 亿元
其他它流动资产	17.7 亿元
流动资产总计	403.9 亿元

表 10-28　2015 年长城汽车各项流动资产比率表

流动资产中各项资产占比：	
货币资金比率	9.0%
应收票据比率	69.7%
应收账款比率	1.7%
预付账款比率	2.2%
其他应收账款比率	0.2%
存货比率	10.2%
其他流动资产比率	4.4%

表 10-29　2015 年长城汽车每股资产情形

每股总资产	7.88 元
每股负债	3.67 元
每股净资产	4.21 元
每股流动资产	4.42 元
每股现金资产	0.4 元
每股应收票据	3.08 元

通过对长城汽车进行分析，2016 年 5 月 20 日公司每股价格为 8.24 元，2015 年财报数据显示公司现金资产为 36.4 亿元，每股现金资产仅为 0.4 元，公司现金占流动资产的比率为 9%。如果把公司的应收票据也视为现金资产，那么公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金资产为 318 亿元，每股现金资产为 3.48 元。由于公司应收票据占流动资产的比率高达 69.7%，因此公司类现金资产数额是相当高的。

过多考虑现金资产是特别强调公司资产的变现能力，从而便于寻找价值低估的股票。但对于企业来说，公司库存现金过多有时候也是对资源的浪费，现金像血液一样宝贵。对于高速成长的公司来说，由于公司正处于扩张阶段，投资需要大量资金，因此公司现金资产通常会比较少。成长性好的企业通常都是储备少量现金用于日常经营就可以了，这叫作好钢就要用在刀刃上。而且对于很多快速成长的公司来说，公司的扩张时常感觉资金不足，通常公司还会不断地增加债务来加速扩张。公司之所以进行快速扩张是因为扩大经营能够带来更多的利润，为了实现股东利润的最大化，股东应该支持公司合理扩张，那么公司现金资产比较少对股东来说是好的。

但是对于成熟型大公司来说，由于公司的业务趋近于饱和，扩张越来越困难，强行扩张只会导致规模递减，那么接下来就应该保持现有的经营水平，并且给投资者提供稳定的回报。这样随着公司的经营会产生大量的现金流入，如果把大量的现金留在公司只会导致资源的浪费，那么就应该进行高比例的分红或者高价回购公司股票。对于这种大公司来说，投资者在投资的过程中可以把考察的重心放在公司的资产上而不是公司的成长性上。因此对于成熟型公司来说考察公司的现金资产含量以及流动资产的规模非常重要，通过公司相关资产与股价的对比可以寻找到非常值得购买的低价股，也能寻找到能够带来稳定而且高额投资回报的公司。

在考察公司现金资产过程中还可以把应收账款包含进来，很多情况下应收账款来源于客户的赊账。尽管应收账款有时候会形成坏账，但与存货、原材料和机器设备等其他资产不同，应收账款变现相对来说还是要准确一些的，不像存货会受到商品价格的严重影响，而且在急于出售的情况下不得不压低价格。把应收账款和应收票据视为类现金资产，更有利于投资者对这些变现能力强而且比较容易按照账面价值变现的资产进行考察。对变现能力强和变现速度快的资产进行考察还可以把可出售金融资产包括进去。例如 2013 年中国电建的流动资产为 1735 亿，现金资产、应收账款和可出售金融资产之和为 776 亿，公司股本为 96 亿，公司每股所含的流动资产为 18 元，每股所含现金资产为 8 元。2014 年 2 月当我选择投资这家公司股票的时候，发现该股价格仅仅为 2.6 元每股。也即是说用 2.6 元购买其一股公司股票就等于掌握了公司 8 元的现金和 18 元的流动资产，一年后股票价格一直涨到 20 元每股。2013 年类似中国电建这样公司的股票价格就存在严重低估的现象。

在 2013 年到 2014 年中国股票市场存在很多价值严重低估的股票，例如银行股，而且上证指数所显示的整体市盈率曾经有低于 10 倍的情形，这是相当罕见的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-30　交通银行 2013 年第三季度资产负债表

项目	金额（亿元）
资产	59609.4
固定资产	439.2
可出售金融资产	2212.5
无形资产	14.6
总负债	55394.5
资本公积	1084.8
未分配利润	673.3
归属母公司所有者权益	4195.6
所有者权益	4214.8

对于银行来说，除了固定资产和无形资产外其他的基本都是现金资产或者类现金资产。2013 年第三季度末将交通银行总资产减去固定资产和无形资产得到其他资产金额为 59155.6 亿元，交通银行股本为 743 亿。也就是说每股所含现金资产大概为 79.6 元，而在投资这家公司的股票时，每股价格仅为 3.6 元。也就是说投资者花 3.6 元就等于掌握了这家公司 79.6 元的现金资产，现金资产是股票价格的 22.12 倍。当然由于银行的负债规模大，所以每股净现金资产和每股现金资产的差别会很大。2013 年第三季度交通银行的负债为 55394.5，每股负债为 74.56 元，因此每股净现金资产为 5.04 元，但相比于每股 3.6 元的价格依然是非常具有投资价值的，投资者就是在用 3.6 元的成本换 5 元的现金。另外投资者也不用担心股票价格的下跌，因为公司每股分红为 0.26 元，也即是说光分红收益就达到了 7% 的水平，这一水平远高于银行定期存款利率。况且当时每股净资产达 6.1 元，公司的净资产依然在快速的增长状态中，净资产是每股价格的 1.7 倍，市净率为 0.59 倍。一年之后也即是在 2015 年交通银行股价最高涨到每股 9.7 元的价格，股价上涨了 169%。

因此我们在计算每股流动资产和每股所含现金资产时扣除掉公司的负债通常会寻找到很多非常值得投资的公司的。把现金资产中负债的部分去掉视为净现金资产，把流动资产中负债的部分去掉视为净流动资产。例如五粮液公司 2015 年的货币资金为 263.74 亿元，而公司的总负债为 82.01 亿元，公司的每股净现金资产为 4.78 元。贵州茅台 2015 年的每股净现金资产为 13.28 元，实际上这已经是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当高的水平，所以贵州茅台股价在 2015 年 12 月 31 日股价高达 218.19 元每股。

在中国股票市场还很难找到股价低于每股净现金资产的公司，而在美国 1929 年股灾之后，市场大量发现股价低于每股净现金资产的公司。例如 1931 年 12 月 31 日怀特汽车公司的每股净现金资产为 11 美元，而股价仅为 8 美元。1933 年 1 月美国曼哈顿衬衣公司的股价为 6 美元，而公司 1932 年 11 月 30 日的每股净现金资产达 7.5 美元。1933 年 1 月美国赫普汽车公司的股价为 2.5 美元，而 1929 年 13 月 31 日公司的每股净现金资产 5.13 元[2]。通常这种股价大幅度低于每股净现金资产的情形会发生在金融危机之后，但自从新中国建立以来还没有发生这种影响深远的大经济危机，因此基本找不到股价低于每股净现金资产的个股。很多公司尽管每股现金资产高，但每股净现金资产却很少。很多高现金资产的公司通常也是高负债，另外就是每股现金资产高，但是股价也很高。

中国电建 2014 年 9 月 30 日资产负债情形：

流动资产 ....1735 亿
现金资产 ....776 亿
负债 ....2362 亿
公司股本 ....96 亿股
每股所含的流动资产 ....18 元
每股所含现金 ....8 元
每股负债 ....24.6 元
每股所含净现金资产 ....–16 元
每股净流动资产 ....–6.5 元
每股净资产 ....3.71 元
股价 ....2.6 元

中国电建的每股流动资产和每股流动负债都远远地高于公司的股票价格，但是当去掉负债之后发现每股净流动资产和净现金资产都是负的。这主要是由公司高额的负债带来的结果，因为每股负债高达 24.6 元，也就是说我们花 2.6 元得到的不光是 18 元的流动资产和 8 元的现金资产，同时还换来了 24.6 元的负债。但是基于公司股票价格大幅低于公司的每股净资产，而且公司经营的业绩相当稳定，分红收益也相当吸引人，所以 2013 年我还是选择购买了这家公司的股票。

在对公司资产进行估值时先对变现能力强和变现速度快的资产进行分析，有利于让投资者感受到当前的投资是否合算，而且可以避免对自己不熟悉的资产进行估值所带来的恐惧。例如现金资产本身就是现金，还有票据变现能力非常强，基本都是可以按照账面价值变现的，还有应收账款，这些资产是相当容易估值的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于应收账款，虽然公司对其他的客户拥有相应的债权，但相关的债权并不能完全执行，很可能会形成很大呆账坏账，因此对于应收账款占流动资产比较多的企业需要仔细分析。如果公司应收账款占比过大，那么公司可能会因为计提过高的坏账准备而导致利润下降。但投资者可以按照历史经验对应收账款进行折现估值，这相比于对机械设备估值要容易得多。

表 10-31　比亚迪 2015 年流动资产表

货币资金	66.0 亿元
应收票据	68.0 亿元
应收账款	215.2 亿元
预付账款	2.3 亿元
其他应收账款	5.1 亿元
存货	175.5 亿元
一年内到期的长期应收账款	5.0 亿元
其他流动资产	24.9 亿元
流动资产总计	544.1 亿元

表 10-32　2015 年比亚迪流动资产结构表

流动资产中各项资产占比：	
货币资金比率	12.1%
应收票据比率	12.5%
应收账款比率	39.6%
其他应收账款比率	0.9%

表 10-33　2015 年比亚迪每股资产情况表

每股总资产	46.6 元
每股负债	32.0 元
每股净资产	14.5 元
每股流动资产	21.9 元
每股现金资产	2.7 元
每股应收账款	8.7 元
每股应收票据	2.7 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在比亚迪流动资产中，应收账款占比达到39.6%，因此在分析比亚迪流动资产时要多考察公司应收账款的状况。比亚迪2015年末应收账款为215.2亿元，总资产为1154.9亿元，单单应收账款一项就占公司总资产的18.6%。对于应收账款占比过大的企业，要特别分析应收账款的安全状态。

表10-34 2015年比亚迪应收账款分类表 单位（千元）

类别	余额			
	账面余额		坏账准备	
	金额	比例	金额	计提比例
单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款	532,734	2.42%	270,954	50.86%
按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款	21,393,894	97.22	181,330	0.85%
单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款	78,565	0.36	33,816	43.04
合计	22,005,193	100.00%	486,100	2.21%

（注：数据来源于比亚迪2015年年报）

表10-35 2015年比亚迪应收账款账龄结构表 （千元）

账龄	余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
1年以内	20,712,494	25,023	0.12%
1至2年	430,440	57,571	13.38%
2至3年	200,003	76,466	38.23%
3年以上	50,972	8,562	43.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

账龄	余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
3至4年	26,972	8,562	31.74%
4至5年	17,356	7,079	40.79%
5年以上	6,629	6,629	100.00%
合计	21,393,894	181,330	0.85%

（注：数据来源于比亚迪 2015 年年报）

比亚迪公司应收账款的规模高达 215.2 亿元，但是计提的坏账准备仅为 1.81 亿元，计提比例为 0.85%。从应收账款的结构来看，一年之内的应收账款为 207.1 亿元，占总应收账款的 96.24%。由于比亚迪公司应收账款的账龄整体都很短，所以不需要计提很多坏账准备。

当一家公司应收账款占比过大，那么需要考察公司应收账款的账龄结构。如果说公司应收账款的账龄比较长，那么公司风险就会比较大，因此投资者要尽量避开那些应收账款占比很大，而且账龄普遍都是在一年以上的股票。

在变现能力比较强和比较确定的资产中除了应收票据和应收账款外还有可出售金融资产，如果公司持有大量其他公司的股票或者持有其他有价证券，那么只需要把相关的金融资产卖出就可以变现。当公司持有大量金融资产时，投资者需要去考察相关金融资产价格的变化和公司取得相关资产的成本。公司的财报分为季报和年报，因此当我们看到相关财务数据的时候很可能与当前的情况已经大不相符。例如公司持有大量金融资产，那么公司资产价值的变化严重受到金融资产价格波动的影响，因此投资者应该通过考察公司持有相关金融资产的量来评估公司资产的价值。如果公司持有大量的股票，那么就要查看相关标的股票的价格波动，如果持有大量债券，那么就需要考察相关债券价格的变动。如果公司持有的股票价格大幅度上涨，那么很可能就会导致当前公司的股价被低估，从而通过考察标的金融资产价格的波动来寻找优质投资机会。对于持有大量可出售金融资产的企业来说，公司经营的安全性和质量很大一部分决定于公司所持有的金融资产的质量。如果公司持有的金融资产是高风险的金融资产，那么公司的经营风险可能就会很大，那么就算按照公司持有的金融资产市值计算的公司股价存在低估，投资者也不应该去购买公司股票。如果公司持有的金融资产质量很好，并且按照金融资产计算的价值，公司股价存在明显低估，那么就会带来优质投资机会。

由于流动资产变现能力强，投资者考察流动资产可以增加估值的准确性。投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者可以考察每股净流动资产和每股净现金资产的含量，然后再与股价对比寻找价值低估的股票。

*** 存货 ***

在流动资产中，存货具有相当强的变现能力，但存货容易受到商品市场价格波动的影响，因此很难像应收票据和应收账款那样准确地按照账面价值变现，所以对存货的考察相对也要复杂一些。例如当公司商品价格大涨时，公司的业绩会受益于存货价值的上升。一家存货为 50 亿元的公司，假如公司商品的价格翻了一倍，那么存货的价值就会提升到 100 亿元。相反，当公司产品价格下跌，公司存货价值也会缩水，公司计提存货跌价准备会令公司的利润下降。因此，产品跌价通常会对存货很多的公司业绩带来很大的伤害。

存货估值难度在于受产品价格和原材料价格的影响很大，因此在对公司流动资产进行分析时如果存货占比很大，就需要对存货进行细致考察。如果公司存货过多，需要考察公司是否存在明显的产品积压。如果行业中公司存货普遍过多，需要考察行业的产能是否明显过剩。对于投资者来说，通常情况下不要投资产能过剩的行业。

存货不断增加尽管可以令公司的资产快速增加，但假如这种存货不能及时转变为公司的利润，那么尽管公司的资产不断增加，但是现金流会不断地流出公司。存货的增加又被视为存货投资，假如说公司的资产增加来自于存货，而公司产品的销量并不能明显增加，那么这种存货投资是不可持续的。产品积压会不断消耗公司的现金流，因此公司存货占比不应该过高，这样才能使公司现金进入良性循环。相反存货过少也不利于公司的经营，因为公司不能适应市场需求的突然变化。因此投资者首先要避开普遍存在产品积压的行业，同时也不要投资由于存货不足而导致经营灵活性不足的公司。

当公司存货占比高，那么就需要考察存货的构成。并不是说存货占比高就证明公司存在产品积压。例如存货中有大量的原材料，那么可能是公司想要进行扩大生产而增加原材料库存。因此当存货过多时考察存货的构成是非常必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-36 保利地产 2015 年流动资产表

货币资金	374.8 亿元
应收票据	0.7 亿元
应收账款	31.4 亿元
预付账款	253.8 亿元
其他应收账款	303.3 亿元
存货	2882.7 亿元
流动资产总计	3847.8 亿元

表 10-37 保利地产 2015 年流动资产结构表

流动资产中各项资产占比：	
货币资金比率	9.7%
应收票据比率	0.0%
应收账款比率	0.8%
其他应收账款比率	7.9%
存货比率	74.9%

表 10-38 保利资产 2015 年末公司资产结构表

资产负债率	76.0%
股东权益比率	17.7%
固定资产比率	0.8%
流动资产比率	95.3%
无形资产比率	0.0%
存货比率	71.4%

表 10-39 2015 年保利地产每股资产情况表

每股总资产	37.4 元
每股负债	28.4 元
每股净资产	6.6 元
每股流动资产	35.6 元
每股现金资产	3.5 元
每股应收账款	3.1 元
每股存货	26.7 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保利地产公司 2015 年末总资产为 4038.3 亿元，公司的流动资产为 3847.8 亿元，公司流动资产占比高达 95.3%。从这里来看公司的资产变现能力是相当强的，固定资产占比仅为 0.8%。但是在公司流动资产中，存货占比高达 74.9%，而且公司存货占总资产的比率高达 71.4%。因此在流动资产中，绝大部分都是公司存货，因此在考察公司流动资产的时候必然要重点考察公司存货。

表 10-40　保利地产 2015 年存货表　　　单位（亿元）

项目	余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值
开发成本	2366.1	4.5	2361.6
开发产品	521.9	1.3	520.6
原材料	0.1	–	0.1
库存商品	0.1	–	0.1
低值易耗品	0.2	–	0.2
合计	2888.5	5.8	2882.7

（注：数据来源于保利地产 2015 年年报）

保利地产库存总量尽管很大，但是大部分都是开发成本。开发成本是指构成房地产商品售出条件的全部投入及包括分摊的配套设施费、环境绿化费和外管网等全部费用。公司的开发成本占库存的 81.9%，占总资产的 58.5%。对于保利地产公司来说，能够销售的产品是库存商品和开发产品。公司库存商品很少，那么积压的商品顶多就是开发产品。开发产品是指企业已经完成全部开发建设过程，并已验收合格，可以按照合同规定的条件移交订购单位，或者作为对外销售、出租的产品。已完工开发产品实际上是开发建设过程的结束和销售过程的开始。公司的开发产品和库存商品的价值之和约为 520.7 元，占库存的比率为 18.1%，占总资产的比例为 12.9%。保利地产 2015 年营业收入为 1234.3 亿元，公司的开发产品和库存商品价值之和为营业收入的 42.2%，如果单单考察公司库存商品的问题，那么就基本不存在积压问题。尽管公司每年的开发产品比较多，但并没有很大的积压，否则公司的库存商品价值应该会很高。因此关于房地产库存占比高的问题，主要是行业开发成本占据了很大的比重。

在 2008 年之后中国很多学者讨论地产泡沫和房屋产能过剩问题，担心房地产会为国家经济带来系统性风险。接下来我从 A 股上市公司中选取 5 家资产规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模最大的地产公司进行分析。

表 10-41　2015 年 5 家资产规模最大的地产公司存货情况　单位（亿元）

	存货	营业收入	总资产	存货 / 营业收入	存货 / 总资产
万科	3681.22	1955.49	6112.96	188.25%	60.22%
绿地控股	3970.61	2072.57	6004.36	191.58%	66.13%
保利地产	2882.66	1234.29	4038.33	233.55%	71.38%
华夏幸福	1006.21	383.35	1686.23	262.48%	59.67%
招商蛇口	1213.81	466.28	2108.99	260.32%	57.55%

对 2016 年 10 月 31 日的上市公司进行考察，把库存为 0 的公司或者股票软件上没有显示库存数据的公司除开，发现上市公司总库存与总资产的比值为 4.37%。而房地产行业上市公司总库存与总资产的比值高达 59.54%，地产行业库存比例是所有行业平均库存比率的 13.63 倍，如果去除掉房地产板块之后考察其他板块库存比率很可能还会更低。再从库存与营业收入的对比来看，发现很多房地产公司库存是营业收入的 2 倍以上。从数据上来看，房地产库存是非常高的，而且高得离谱，如果库存非常高，那么行业不就意味着严重产能过剩吗？我们可以先来看看这 5 家地产公司的库存情况。

如果要想了解到地产行业库存的真实情况，首先可以对 2015 年上市公司中 5 家资产规模最大的地产公司库存进行分析。先考察这几家公司的库存到底是由哪些项目构成，将各项目与总资产进行对比，并在公司建成可以出售的房屋价值与资产的比值数据下面画一根线，如果公司建成的房屋价值占公司的总资产比值很大，那么证明公司存在严重的商品积压问题，如果不大，那么证明房地产板块是没有严重产能过剩问题的。

以下为 2015 年 5 家资产规模最大的地产公司库存情况：

万科

项　目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
已完工开发产品	351.06	5.74%
在建开发产品	2284.63	47.19
拟开发产品	1087.70	17.79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绿地控股

项 目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
原材料	1.23	0.02
在产品	0.06	0.00
库存商品	39.35	0.66
周转材料	0.26	0.00
工程施工	97.15	1.62
开发成本	3344.60	55.70
开发产品	501.94	8.36
出租开发产品	2.62	0.04
生产成本	0.41	0.01
合计	3987.60	----

保利地产

项 目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
开发成本	2366.12	58.59
开发产品	521.91	12.92
原材料	0.10	0.00
库存商品	0.12	0.00
低值易耗品	0.18	0.00
合计	2888.43	----

华夏幸福

项 目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
原材料	0.01	0.00
库存商品	0.02	0.00
周转材料	0.01	0.00
消耗性生物资产	0.20	0.01
基础设施建设	70.19	4.16
土地整理	224.41	13.31
产业服务成本	4.94	0.29
综合服务	8.52	0.51
工程施工	84.23	5.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项　目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
开发成本	542.62	32.18
完工开发成本	71.75	4.25
合计	1006.88	----

招商蛇口

项　目	金额（亿元）	与公司总资产比值（%）
原材料	0.08	0.00
低值易耗品	0.09	0.00
土地开发成本	76.99	3.65
拟开发产品	189.12	8.97
在建开发产品	785.67	37.25
已完工开发产品	168.9	48.01
合计	1220.90	---

如果单单从库存来看，那么投资者会发现房地产的库存很高，给人带来严重产能过剩的感觉，但是如果仔细考察，投资者会发现其实房地产公司基本不存在房屋库存积压的问题。例如招商蛇口、华夏幸福、保利地产、绿地控股还有万科库存里面可以卖出的产品与公司总资产的比值分别为 8.01%、4.25%、0.00%、0.66% 和 5.74%，从比值来看可以说这些公司都不存在产品积压问题。地产行业之所以库存占总资产比率高是因为公司在开发地产的过程中，大量的资产用在了建设房屋上，但是房子建出来之后基本都能卖出去。因此就目前情况来看，房地产开发商基本是没有严重库存积压问题的。

如果公司存货多，那么提取的存货跌价准备通常就会比较多。例如保利地产存货账面余额在 2015 年末为 2888.5 亿元，而计提的存货跌价为 5.8 亿元，占比为 0.2%。2015 年公司的净利润为 168.3 亿元，存货跌价准备仅占净利润的 3.5%，从存货跌价准备来看对公司利润的影响是很小的。但如果公司计提的存货跌价准备过大，那么通过计提存货跌价准备或者通过存货跌价准备的转回可能会对公司的损益情况产生很大影响。因此当公司存货跌价准备计提过多，那么可能对公司利润产生很大影响，公司也可能会通过这种方式来平滑公司业绩。当公司存货占资产的比重过大，投资者一方面要考察存货的估值变化，同时通过存货来分析公司经营的状况。另外投资者需要考察公司存货跌价准备提取得是否充足，公司计提存货跌价准备是否对公司利润构成重大影响，这种影响是否能够为投资者带来很好的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如存货跌价准备提取过多，但实际上并不需要这么高比例的计提存货跌价准备，那么公司当前的利润存在低估的可能。相反，如果公司存货跌价准备计提不足，那么公司当前利润存在过度夸大的可能。

金隅股份是一家大型水泥生产公司，2015 年存货账面价值为 540.1 亿元，账面余额为 543.8 亿元，计提的存货跌价准备为 3.7 亿元，存货跌价准备占账面余额的 0.7%。金隅股份 2015 年末流动资产为 893.4 亿元，其中开发产品为 101.6 亿元，公司存货占流动资产的比率为 60.5%，开发产品占流动资产的 11.4%。考察公司存货的一个主要目的就是看公司是否存在明显的产品积压，如果公司存在明显的产品积压，那么证明公司产品销售难度就比较大，产品在市场上受欢迎的程度不好。产品积压主要体现在公司存货中的库存商品比较多。

苏宁云商，2014 年公司的存货为 160.4 亿元，流动资产为 506.5 亿元，存货占流动资产的比率为 31.7%。在公司的存货中库存商品价值为 143.1 亿元，库存商品占存货的 89.2%，占流动资产的 28.3%。从公司存货数据来看，公司库存商品明显是相当多的。2014 年公司营业收入为 1089.3 亿元，公司库存商品占营业收入的比率为 13.1%，从这里来看公司产品确实存在一定的滞销问题。

2015 年中国很多行业存在产能过剩问题，例如钢铁和水泥板块。对于企业来说如果产能严重过剩，公司存货不断增加，但是却不能转换为利润，时间久了必然危及公司的现金流。如果行业普遍都是这样子，那么产能过剩必然导致商品价格的下跌。如果公司库存很高，产品价格的下跌必然增加公司的产品跌价准备，从而严重影响公司的业绩。对于产能过剩的行业，通常都会存在产品积压的现象。例如钢铁行业中的宝钢股份，2015 年公司的存货为 235.2 亿元，其中库存商品为 101.4 亿元，原材料为 28.2 亿元，在产品为 67.8 亿元，库存商品占存货的比率为 43.1%，占流动资产的比率为 14.5%。

存货包括原材料、在产品、半成品、产成品等，当公司存货在流动资产中占比很大时需要考察存货状况，考察存货的结构。如果公司原材料大幅度增加，而且占比突然变得很大，那么证明公司正在扩大生产。如果公司库存商品很大，那么证明公司正在遇到产品积压问题。对于投资者来说需要避开产品积压的公司和产能过剩的行业。

存货价值容易受到相关产品价格的影响，如果存货中原材料很多，那么存货价值受原材料价格的影响就会很大。如果库存商品很多，那么存货价值受到公司产品价格波动的影响就会很大。在公司存货中，首先变现能力最强的是库存商品，原材料和在产品以及半成品的变现能力相对就要弱得多。因此对公司库存考察时，库存商品容易计算其账面价值，因为库存商品变现能力最强，而对原材料和半成品的估值精确度相对就会弱一些，尤其是半成品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*** 固定资产 ***

由于流动资产变现能力强，因此容易按照相关资产的市价来对其进行估值。固定资产变现能力相对于流动资产来说要弱许多，如果公司清算，很多固定资产是很难按照市场价格变现的。公司在经营过程中是很难估计机器设备的损耗程度的，也很难把握相关机械设备价格的变化，因此对于公司固定资产估值来说准确性通常不会很高。正因为固定资产估值通常比流动资产难度大并且准确性不是很高，所以固定资产的价值容易被错误估计，被错误估计的可能性越大，那么可挖掘的投资机会就越大。对于股民来说，如果缺乏比较丰富的估值知识和技巧，那么大可投资固定资产占比比较少的公司。如果投资者足够自信，而且发现某些公司的固定资产价值存在严重低估，那么投资固定资产占比高的企业是有优势的，因为这种估值能力能够帮助寻找到很多投资机会。

有的固定资产有着特定的用途，在变现过程中如果不能找到合适买家的话相关资产的售价就会变得很便宜。例如公司清算要单独出售一段铁路，但对于买家来说单单一段铁路是没多大用处的，因为买了这段铁路还得购买相关机车和设备，还要雇用司机和服务人员，而且这段铁路还要和其他段的铁路衔接起来才会有作用。用途越是单一的设备，清算的时候出售往往难度就会越大，而且难以按照市场价格变现，通常只能低价出售。如果是这样，那么对固定资产的估值难度往往会很大，而且非常不准确。

由于固定资产变现的难度相对于流动资产来说会大出许多，因此市场往往会对固定资产进行错误估值，于是会给投资者带来很多优质投资机会。当公司固定资产占比很大时就需要特别考察固定资产的价值。对于很多制造业或者服务行业的公司来说，固定资产占比通常是比较少的，因为它们只需要为数不多的固定资产就可以进行生产和经营，例如银行业、软件公司等等。对于这些公司来说，固定资产价格的变动对公司的影响就要小得多。而对于一些行业的公司，固定资产的占比就会非常大，例如持有大量机械设备类的公司。

如果公司固定资产占比大，固定资产的折旧容易影响公司的利润。因此如果公司固定资产占比比较大，那么投资者要特别注意公司的固定资产折旧费用提取是否充足。在公司计提合理的折旧费用之后再来考察公司经营所产生的利润，如果折旧费用计提不合理，那么投资者就需要做相应的修正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-42 2015 年陕西煤业资产结构表

股东权益比率	37.77%
固定资产比率	37.05%
流动资产比率	19.46%
无形资产比率	23.44%

陕西煤业固定资产占比达到 37.05%，而流动资产占比仅为 19.46%。这类公司主要持有大量机械设备和建筑物资产。如果投资者对开采煤炭的机械设备缺乏了解，那么就尽量避开这样的公司。在公司资产结构中，如果公司固定资产占比比较大，就需要对公司固定资产进行仔细考察。因为公司固定资产的估值会对公司估值产生重要影响，如果发现公司固定资产估值出现严重错误，那么可能会带来很好的投资机会。

表 10-43 陕西煤业固定资产表 （亿元）

项目	房屋及建筑物	井巷工程	铁路	机械设备	运输工具	管理设备及其他	合计
一、账面原值							
1. 期初余额	143.8	99.4	29.9	243.6	13.2	17.1	547.0
2. 本期增加额	9.8	6.8	0.1	21.6	2.3	2.5	43.2
（1）购置	0.8	0.5		3.0	0.1	0.2	4.6
(2) 在建工程转入	9.0	6.3	0.1	18.7	2.2	2.3	38.6
3. 本期减少金额	5.4	5.2	1.0	27.2	1.0	0.4	39.2
（1）处置或报废	5.4	5.2	1.0	18.4	1.0	0.4	30.4
（2）更新改造				8.9			8.9
4. 期末余额	148.1	101.0	30.1	238.0	14.6	19.2	550.9
二、累计折旧							
1. 期初余额	31.5	28.7	9.4	118.8	5.9	8.6	203.0
2. 本期增加额	5.1	4.5	0.9	14.5	1.7	2.2	28.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	房屋及建筑物	井巷工程	铁路	机械设备	运输工具	管理设备及其他	合计
（1）计提	5.1	4.5	0.9	14.5	1.7	2.2	28.8
3. 本期减少	1.5	1.5		15.6	0.8	0.6	20.0
（1）处置或报废	1.5	1.5		11.5	0.8	0.6	15.8
（2）更新改造				4.2			4.2
4. 期末余额	35.1	31.7	10.3	117.7	6.9	10.2	211.9
三、减值准备							
1. 期初余额		1.0		0.2			1.2
2. 本期增加金额				0.1			0.1
（1）计提				0.1			0.1
3. 本期减少金额		1.0					1.0
（1）处置或报废		1.0		0.1			1.0
4. 期末余额				0.2			0.2
四、账面价值							
1. 期末账面价值	113.0	69.3	19.7	120.1	7.7	9.0	338.8
2. 期初账面价值	112.2	69.7	20.5	124.6	7.3	8.5	342.8

（注：数据来源于陕西煤业 2015 年年报）

表 10-44　2015 年陕西煤业固定资产结构表

房屋及建筑物占比	33.4%
井巷工程占比	20.6%
铁路占比	5.8%
机械设备占比	35.5%
运输工具及其他占比	2.3%
管理设备及其他占比	2.7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在陕西煤业固定资产结构中，占比最大的三块是机械设备、井巷工程和房屋及建筑物，对于矿产开采类企业来说，机械设备在固定资产中所占的比率相对会比较大。因此在对陕西煤业固定资产进行分析时，就要重点对占比大的三个板块进行分析，分别考察不同类别的资产情况。

在过去的股票投资中投资者普遍看中的是公司的资产状况，尤其是在第二次世界大战之前。而现在投资者普遍从过去的重资产转变为重利润，有的公司为了增加会计利润来彰显公司的盈利水平，公司会把固定资产价值减记接近0。一方面公司这样做就不需要计提折旧准备，这样就能增厚公司的利润水平，另一方面由于资产减计，从而给人的感觉是公司用很少的资产赚取了很大的利润，因此公司是一家利润水平很高的公司。但事实上这是有害的，股价本质上就是公司每股净资产和相关资产盈利能力的价格。盈利能力对股价的影响事实上也是通过对公司所有者权益的影响来实现的，如果盈利能力不能使股东的所有者权益增加，那么考察盈利能力就没有意义。因此对公司股价直接的影响是公司资产，公司有意降低公司的资产只会导致公司资产估值失真，这是不利于投资者做出判断的。

企业财报真实反映公司资产情况对投资者来说是有利的，因为财务分析的目的就是为了了解公司。如果公司的财报不真实，那么投资者非但不能很好地了解公司，而且很可能会因为错误信息推演出错误的结论，这样的伤害对投资者来说可能比不了解公司情况所带来的伤害还会更大。

在不同行业中，公司资产结构存在很大区别，港口、矿产、基建类企业通常具有相对多的固定资产，而银行或者软件服务类企业固定资产比率就会低得多，因此对于不同行业资产负债表的分析侧重点应该不一样。在分析公司财报的时候，如果公司流动资产占比多，那么应该多关注流动资产的状况，如果固定资产占比多，那么就应该多关注固定资产的状况，因为占比大的资产对公司资产情况的影响才会大。

表10-45 2015年营口港公司资产结构表

股东权益比率	61.08%
固定资产比率	69.18%
流动资产比率	17.41%
无形资产比率	6.63%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-46　营口港 2015 年资产情况表

总资产	163.3 亿元
流动资产	28.4 亿元
固定资产：	
港务设施	65.8 亿元
库场设施	15.0 亿元
房屋及建筑物	8.2 亿元
装卸机械及设备	20.7 亿元
车辆	1.0 亿元
机械设备	1.8 亿元
通讯导航设备	0.4 亿元
自动化控制及仪器仪表	0.1 亿元
合计	113.0 亿元

（注：数据来源于营口港 2015 年年报）

表 10-47　营口港 2015 年固定资产结构表

港务设施比率	58.23%
库场设施比率	13.27%
房屋及建筑物比率	7.25%
装卸机械及设备比率	18.32%
车辆比率	0.89%
机械设备比率	1.59%
通讯导航设备比率	0.35%
自动化控制及仪器仪表比率	0.09%

2015 年营口港公司固定资产占总资产的比率高达 69.18%，而在众多固定资产中，港务设施资产额度为 65.8 亿元，公司固定资产为 113.0 亿元，港务设施资产占比高达 58.23%。通过考察上市公司固定资产的情况发现港口固定资产占比通常都是比较大的，公司固定资产占比比较大，那么公司对固定资产计提的折旧就会多，那么对公司利润的影响自然也就会很大。例如营口港，2015 年公司计提的折旧为 7.1 亿元，而公司在 2015 年的净利润为 5.2 亿元，假设将公司固定资产减记为 0，不计提 7.1 亿的折旧，那么公司的净利润就可以增加 7.1 亿元，从而令公司利润上升 1 倍以上。因此当公司固定资产占比高时需要注意折旧对公司业绩造成的影响。2016 年 11 月 25 日，中国 A 股上市公司平均固定资产占总资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产的比率为 5.96%，而营口港就超过这一平均水平的 11 倍。

固定资产在我国是按照原始价值计价，原始价值也称历史成本，它是指企业为取得某项固定资产所支付的全部价款以及使固定资产达到预期工作状态前所发生的一切合理、必要的支出。这种计价方法存在一定的缺点，当公司相关固定资产在市面上的价格发生变化时，原始价值与当下价值之间会产生差异，于是原始价值就不能反映固定资产的真实价值。为了弥补这种缺陷，企业可以在财报附注中披露固定资产的现时重置成本。由于固定资产的历史成本与当前价值很可能存在很大差别，所以公司固定资产往往存在估值错误的现象，公司固定资产越多，那么错误估值对公司价值的影响就会越大。如果公司固定资产占比很高，而且固定资产存在错误估值的可能，那么这种错误可能就会为投资者带来很大的投资机会。例如公司拥有大量房屋建筑类的固定资产，而从 2000 年以来房屋价格快速上涨，按照 2016 年房屋的价格计算，房屋升值的量远高于折旧的量，那么财报就会严重低估公司的固定资产价值，于是公司股票就有可能存在优质的投资机会，因为升值部分都是属于投资者本应增加的净资产。相比于营口港来说，房屋及建筑物比率仅为固定资产的 7.25%，那么就算估值有误对公司价值的影响也并不明显。对于投资者来说，如果公司某一些重要资产价值存在明显低估，并且这种低估对公司价值的影响非常大，那么就有可能导致公司股票价值存在严重低估的情形，这对投资者来说会形成良好的投资机会。

如果公司固定资产的占比很高，在对公司固定资产进行考察时可先暂时不去管流动资产。假设固定资产能按照重置成本变现，而且固定资产价值减去负债之后所得到的固定资产净值远大于公司的股票市值，那么我认为这是一家值得投资的公司，因为公司股价存在低估。但在公司的实际运作中，如果要去投资这种资产价值严重低估的股票首先要保证这种低估优势在当前股票价格下能够长期维持，至少公司的经营能够对资产进行保值，否则如果公司的经营不断消耗公司的资产，那么这种估值优势很快就会不存在。或者说投资者购买这家价值低估的公司，然后让公司破产清算。但在公司破产清算的过程中，固定资产是很难按照账面价值或者重置成本变现的，因此在对公司固定资产进行估值时还需要考虑折现的问题。按照格雷厄姆的观点折现率应在 1% 到 50% 的范围，粗略均值为 15%。如果按照这样的折现率来看，除非公司每股固定资产价值远远高于每股价格，那么才能体现明显的估值优势。

如果固定资产占比很高，那么固定资产的估值对公司整体的估值影响就会很大，通过对固定资产的估值与股票市值的对比可以反映出股价是否存在高估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-48　2015 长江电力公司资产结构表

股东权益比率	64.31%
固定资产比率	83.70%
流动资产比率	4.29%
无形资产比率	0.05%

表 10-49　2015 年长江电力资产表

总资产	1420.0 亿元
净资产	913.6 亿元
流动资产	61.0 亿元
固定资产：	
房屋及建筑物	300.4 亿元
机器设备	257.2 亿元
运输设备	0.6 亿元
电子及其他设备	1.4 亿元
挡水建筑物	628.7 亿元
合计	1188.5 亿元

表 10-50　2015 年长江电力固定资产结构表

房屋及建筑物比率	25.28%
机器设备比率	21.64%
运输设备比率	0.05%
电子及其他设备比率	0.12%
挡水建筑物比率	52.90%

2015 年长江电力公司总资产为 1420 亿元，而公司固定资产占比为 83.7%，固定资产总额高达 1188.5 亿元。在固定资产中，房屋及建筑物资产总额为 300.4 亿元，房屋及建筑物资产占固定资产比率和占总资产的比率分别为 25.28%、21.15%，因此房屋价格的变动对公司的价值影响是明显的。像对于长江电力这样固定资产占总资产比率高达 83.7% 的公司来说对公司固定资产的考察就非常必要，固定资产价值的变化会严重影响公司的价值，而且对公司固定资产计提的折旧会严重影响公司的利润。例如 2015 年公司的净利润为 115.2 亿元，而公司计提的折旧为 61.6 亿元，公司计提的折旧占净利润和固定资产的比率分别为 53.5% 和 5.2%。假如没有折旧费用，那么公司的净利润还可以在原先的基础上再提升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

53.5%，因此折旧对公司利润的影响是非常明显的。

2015 年长江电力资产状况

总资产……1420.0 亿元
净资产……913.6 亿元
固定资产……1188.5 亿元
负债……50.6 亿元
股本……220 亿股
每股固定资产……5.4 元
每股房屋及建筑物资产……1.4 元
每股机械设备资产……1.2 元
每股挡水建筑物资产……2.9 元
每股净资产……4.2 元
每股负债……0.2 元
每股固定资产净值……4.0 元

长江电力每股净资产为 4.2 元，而每股固定资产净资为 4.0 元，长江电力的负债水平很低，而固定资产占比很高。固定资产对公司的估值和利润都会产生很大的影响。

对于固定资产占比比较高的公司进行考察，可以从几个方面进行。首先看公司固定资产的重置成本与历史成本是否存在过大的偏差，从而得出公司固定资产价值是否被低估的结论。其次可以考察公司计提的折旧是否充足，并且考察公司计提折旧的量对公司利润的影响。如果公司财报显示的固定资产价值是合理的，那么在计算清算价值时折现率尽量保守一些，例如不超过 50%。

*** 可出售金融资产 ***

固定资产属于非流动资产，对于非流动资产来说其特点是变现能力相对要差一些，但很多时候又是公司资产的重要组成部分。非流动性资产是指不能在 1 年或者超过 1 年的一个营业周期内变现或者耗用的资产，主要包括持有到期投资、长期应收款、长期股权投资、工程物资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用、可供出售金融资产等等。无论是什么资产，只要对公司价值构成重要影响，那么就应该进行细致地考察。

在非流动资产中可出售金融资产是一项比较容易考察的资产，对于固定资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说投资者往往缺乏估值经验，所以对固定资产估值感到困难，但是对于可出售金融资产，投资者只需要考察相关金融资产的价格变化就可以知道相关金融资产的市值变化。如果一家公司可出售金融资产占比高，那么考察这家公司资产的估值情况就显得容易得多。

表 10-51　2015 年南京高科资产结构表

股东权益比率	39.72%
固定资产比率	0.60%
流动资产比率	51.40%
无形资产比率	0.07%
可供出售金融资产比率	39.56%

表 10-52　2015 年南京高科资产情况表

总资产	226.5 亿元
净资产	94.7 亿元
流动资产	116.4 亿元
可出售金融资产	89.6 亿元

南京高科持有的可出售金融资产高达 89.6 亿元，占总资产的比率高达 39.56%，因此可出售金融资产价值的变化会严重影响到公司价值的变化，考察公司可出售金融资产的状况就显得非常重要。当公司持有的可出售金融资产价值过高，那么公司的质量很大一部分就决定于公司持有的金融资产质量。如果公司持有的金融资产是一些高风险股票，那么投资该公司就是危险的。如果公司持有的金融资产风险很小，而且质量很好，那么公司的股票可能就会有很高的投资价值。如果公司持有的金融资产质量很好，而且公司持有这些金融资产的目的是做战略投资，那么这样的公司是适合投资的。但假如公司持有这些金融资产的目的不是做战略投资，而是为了赚一把快钱，那么对投资者来说是危险的。尽管公司持有这些金融资产的质量比较好，但是公司并不打算长期持有下去，公司频繁地调整持有的金融资产，那么持有优质金融资产就成了一种偶然现象，优质公司的“优质”对公司业绩来说基本是没影响的，对于这些公司投资者应该避开。考察公司持有的金融资产到底是战略投资还是只想赚一把快钱，可以从公司持有的金融资产数量和种类是否经常发生变化得出结论。如果公司持有某项金融资产已经很多年，那么可以认为是战略投资，而不是短期持有。无论怎样，当发现公司持有的可出售金融资产占比很高，那就需要细致考察相关金融资产的情形，例如南京高科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-53　2015 年南京高科可出售金融资产表　　　单位（亿元）

项目	期末余额		
	账面余额	减值准备	账面价值
可供出售金融工具	89.6		89.6
其中：按公允价值计量	79.5		79.5
按成本计量	10.1		10.1
合计	89.6		89.6

（注：数据来源于南京高科 2015 年年报）

表 10-54　2015 年南京高科期末按公允计量的可出售金融资产明细表

内容	数量	成本	公允价值变动	合计
中信证券	58300000	1.8 亿元	17.9 亿元	19.8 亿元
栖霞建设	152143800	2.8 亿元	4.8 亿元	7.6 亿元
南京银行	333450000	7.8 亿元	41.1 亿元	48.9 亿元
厦门钨业	10000000	2 亿元	1.3 亿元	3.3 亿元
合计	553893800	14.4 亿元	65.1 亿元	79.5 亿元

（注：数据来源于南京高科 2015 年年报）

表 10-55　2015 年南京高科可出售金融资产结构表

中信证券比率	22.1%
栖霞建设比率	8.5%
南京银行比率	54.6%
厦门钨业比率	3.7%

南京高科的总股本为 7.72 亿股，每股所含可出售的金融资产为 11.6 元，而公司的每股净资产为 12.3 元，每股总资产为 29.3 元，因此公司的可出售金融资产在公司资产中占有非常重要的地位。在公司持有的可出售金融资产中南京银行占比高达 54.6%，从公司投资的角度来看，公司持有相关股票是获得了相当高利润的。银行业在中国近些年取得了高速成长，因此增长的速度和利润是非常好的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南京银行算得上是一项优质的投资。而就证券公司的投资来说，证券公司的业绩显得很一般，2015 年中国股票市场成交量翻了数十倍，但是证券公司的业绩普遍只翻了一倍，而且总资产回报率依然很低。在证券公司业绩大幅度上涨的情况下证券公司的资产净利率普遍也只是在 5% 附近，因此对证券公司的投资并没有很好优势。而栖霞建设是一家房地产公司，公司的资产净利率在 2015 年仅为 1.2%，而且公司近些年来净资产的增速慢而且不稳定，因此南京高科对栖霞建设的投资是比较差的。另外一个就是厦门钨业，厦门钨业的业绩波动幅度比较大，2015 年公司的净利润为 –5.8 亿元，而 2014 年公司的净利润为 9.3 亿元，公司的经营并不稳定。因此南京高科投资厦门钨业也是比较差的投资，但好在占比不大。在南京高科的可出售金融资产中，占比最大的是南京银行，在 2014 年 6 月到 2015 年 6 月，中国股票市场是大牛市，所以相关的银行股都涨得比较好。但在 2015 年中，中国股市泡沫开始破灭，很多个股都有非常大的下跌，但银行股跌幅要小得多。由于南京高科公司价值受南京银行股票市值影响大，因此南京高科资产增长的情况受南京银行股价波动的影响很大。

当公司可出售金融资产占公司总资产的比重大，那么在考察公司可出售金融资产价值时要关注标的资产价格可能的走向和标的资产的质量。这种金融资产不限于股票资产，可能是债券或者其他金融衍生产品。当公司持有的金融资产越多时，公司资产的状况受到相关标的资产的影响越大。当发现某些金融资产价格大涨，而又有上市公司大量持有这些金融资产。如果这些金融资产占该上市公司总资产的比率很大，这些资产价格的变化能够有效影响公司的价值，而且这家公司的股价并不高，并且公司股价也还没有明显的上涨，那么这家公司的股票就存在很好的投资机会。

*** 长期性股权投资 ***

在公司长期性股权投资中如果公司持有大量其他公司的股权，那么公司资产的价值会严重受到其他公司股票价格波动的影响。通过考察其他公司股价波动的情形可以评估公司价值低估的程度，同时通过考察持有标的公司的质量可以了解到公司的投资价值。

例如 2015 年吉林敖东大量持有广发证券的股票，吉林敖东原本是一家制药公司，公司持有 12.52 亿股广发证券股票，按投入资本的情形来看，实际上吉林敖东已经是一家证券公司。因为 2016 年一季度吉林敖东的总资产接近 200 亿，而光投资广发证券的市值就已经超过了 200 亿。2016 年 7 月 12 日广发证券的股价为 17.38 元，吉林敖东持有广发证券的股票市值为 217.60 亿元。吉林敖东在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2016 年第一季度的总资产为 199.34 亿元，所有者权益为 176.4 亿元。广发证券股价波动 1% 那么吉林敖东的盈亏就是 2.18 亿元，广发证券股价波动 1% 对吉林敖东净资产的影响是 ±1.23%，因此广发证券股价波动对吉林敖东净资产的影响会放大 1.2 倍以上。

在 2016 年一季度吉林敖东披露的财报上显示公司长期股权投资资产为 133.18 亿元，由于吉林敖东除广发证券之外持有的其他资产对公司总资产和净资产的影响都很小，所以仅考虑广发证券股价对吉林敖东资产的影响。实际上在 2016 年 7 月 12 日光公司持有广发证券股票的市值就高达 217.60 亿元，但一季度财报记录的是 133.18 亿元，也就是说公司长期股权投资价值被低估了 84.42 亿元。吉林敖东的股本为 8.94 亿，每股净资产为 19.49 元，如果把低估的价值算上，那么吉林敖东每股净资产应该还要加上 9.49 元，也即是说吉林敖东每股净资产应该是 28.98 元。而在 2016 年 7 月 13 日的每股价格仅为 25.78 元，因此是存在明显估值优势的。就算广发证券在 2016 年 7 月 12 日的基础上下跌 50%，吉林敖东持有的市值还高达 108.8 亿元，只会让 2016 年一季度每股净资产减少 2.73 元，对于吉林敖东 25.78 元的股价来说 16.76 元的每股净资产也不低。

像吉林敖东一样的公司如果持有大量其他上市公司的股票，那么投资者可以通过考察其他上市公司股价和资产的状况来考察公司的投资价值。吉林敖东持有的广发证券在 2016 年 7 月 12 日的每股价格为 17.38 元，而公司的每股净资产为 10.19 元，动态 PE 为 18.4 倍，从这里来看广发证券的股价估值是比较合理的。那么对吉林敖东的估值就是低估的。吉林敖东还是一家制药公司，就算制药带来的利润为 0，这些年广发证券一年大概可以分给投资者每股 0.2 元的红利，那么光红利每年就能为吉林敖东创造大约 2.5 亿的利润。

表 10-56　2015 年吉林敖东长期性股权投资表

	股数（亿股）	期末余额（亿元）
广发证券	12.52	128.74
塔东铁矿	–	2.41
中山市公用小额贷款有限责任公司	–	0.44
珠海广发信德敖东基金管理有限公司	–	0.07
合计	–	131.68

如果某家上市公司大量持有其他公司的股票，并且是以长期股权投资的方式持有，相关股票的价值占公司总资产的比重很大，那么投资者就应该仔细考察相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关股票的质量和价格波动情况，因为此时公司的资产质量已经和相关股票的质量紧紧地绑在一起了。

参考文献：
【1】格雷厄姆《证券分析》
【2】数据来源于格雷厄姆《证券分析》

第 4 节 债务分析

在考察公司资产的过程中如果要估算属于股东的资产量有多少，那么就必须考察公司的负债，如果公司的资产当量很大，但是只要公司的负债足够大，那么所有者权益就会很少。在公司资产中，真正属于投资者的是去除掉负债之后的那部分，也即是所有者权益，又可以被视为净资产。而每股价格实际上就是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，因此股价与每股净资产成正相关。净资产的高低取决于总资产规模和负债规模的大小，总资产规模越大负债规模越少那么净资产规模就越大。我们在选择一家公司的股票进行投资时不光要关注公司股票每股所含的净资产的多少，还要关注公司每股所含的负债有多少。

在公司经营的过程中，负债对公司的利润往往会做出很重要的贡献。负债是公司投入生产的一种资源，但这种资源不属于公司，而属于债权人。对公司来说，利用这种资源的代价是需要付出利息，付出的利息是确定的，但是公司经营所产生的利润是不确定的。如果说公司的经营利润很高，那么通过负债扩大生产规模对公司是有利的。如果公司经营的利润不高，而且经营不稳定，那么通过负债扩大生产对公司来说是不利的，因为利用这种负债资源会增加公司生产的成本。

在公司资产结构中如果负债比率很少，债务对公司资产的影响比较小，那么可以不用细致地考察公司债务情况。如果公司负债的比率很高，债务状况严重影响到了经营的安全性，那么就需要仔细地考察公司的债务情况。在中国 A 股市场，首先负债率最高的当然是银行。另外，2015 年中国房地产业负债水平也相当高。银行业的资产负债率普遍都在 90% 以上，而地产很多负债水平也都在 70% 以上。银行业负债水平高是正常的，这是由银行业务的特殊性决定的。但中国像地产一样还有其他制造业普遍负债水平比较高，于是 2016 中国政府提出了去杠杆政策。中国企业杠杆水平增加的速度相当快，很大一个原因是中国企业融资结构的不平衡导致的。在中国资本市场，企业通过间接融资的比率一直以来都比较大，因为通过上市直接融资的成本高，而且也比较困难，所以中国企业整体表现出杠杆高的特点，因此考察公司的债务结构是相当重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-57 中国 2016 年 11 月 28 日各行业上市公司资产负债率

行业	平均资产负债率（%）
上市公司平均	42.40
房地产	65.31
银行	93.07
农业	38.04
煤炭采选业	56.72
石油和天然气开采业	39.44
有色金属矿采选业	46.17
食品制造业	32.77
饮料制造业	30.99
纺织业	42.64
造纸及纸制品	42.17
化学原料及化学制品	39.71
塑料制造业	34.60
电子元器件制造业	35.54
专用设备制造业	34.77
交通运输设备制造业	48.27
医药制造业	31.27
通信及相关设备制造业	36.56
计算机及相关设备制造业	33.76
零售业	51.74
保险业	88.45
证券期货业	74.34
广播电影电视业	37.85

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从各行业资产负债率来看，负债最高的当属银行业，除了银行之外，证券和保险行业的负债水平也很高。如果一个企业负债水平很高，那么投资者需要考察公司债务的安全性和公司负债的细节，我们可以用华夏银行作为例子。

表 10-58　2015 年华夏银行资产负债表

固定资产	112.5 亿元
现金及存放中央银行款项	2640.9 亿元
存放同业存款	494.9 亿元
计入当期损益的金融资产	118.7 亿元
买入返售金融资产	2453.0 亿元
应收利息	106.0 亿元
发放贷款和垫款	10419.4 亿元
可供出售金融资产	732.0 亿元
持有到期投资	1945.4 亿元
可出售金融资产	732.0 亿元
应收账款类投资	774.6 亿元
无形资产	0.9 亿元
总资产	20206.0 亿元
负债：	
向中央银行借款	300.3 亿元
同业及其他金融机构存放款项	2702.0 亿元
拆入资金	641.4 亿元
衍生金融负债	1.7 亿元
卖出回购金融资产款	804.9 亿元
应付职工薪酬	75.3 亿元
应交税费	43.8 亿元
应付利息	156.8 亿元
应付债务凭证	668.9 亿元
其他负债	110.4 亿元
负债合计	19022.2 亿元
归属母公司权益合计	1176.8 亿元

（注：数据来源于华夏银行 2015 年年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-59 2015 年华夏银行资产结构表

资产负债率	94.1%
股东权益比率	5.8%
固定资产比率	0.6%
无形资产比率	0.0%

表 10-60 2015 年华夏银行公司负债结构表

向中央银行借款比率	1.6%
同业及其他金融机构存放款项比率	14.2%
拆入资金比率	3.4%
卖出回购金融资产款比率	4.2%
应付职工薪酬比率	0.4%
应交税费比率	0.2%
应付利息比率	0.8%
应付债务凭证比率	3.5%
其他负债比率	0.6%
负债合计	19022.2 亿元

2015 年华夏银行资产负债表分析

总资产 ……………………………………………………20206.0 亿元
净资产 ……………………………………………………1183.9 亿元
负债… ……………………………………………………19022.2 亿元
公司股本 …………………………………………………107 亿股
每股总资产 ………………………………………………188.8 元
每股负债 …………………………………………………177.8 元
每股净资产 ………………………………………………11.1 元

对于银行业来说主要的负债是储户的存款，华夏银行总资产规模为 20206 亿元，如果考察每股资产的含量，那么华夏银行每股资产含量为 188.8 元，而在 2016 年 5 月 25 日公司的股价仅为 9.9 元每股。如果单单从总资产来看，那么公司的股价确实非常低，但如果考察负债，华夏银行的每股负债为 177.8 元，公司的资产很高，但负债同样也很高。尽管华夏银行总资产和负债都很高，但是华夏银行股票依然具备很高的投资价值，因为华夏银行的利润水平也是很高的。华夏银行的净资产能够稳定高速的增长，2007 年华夏银行的每股净资产为 3.11 元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而到 2015 年华夏银行的每股净资产高达 11.01 元，年均增速为 17.12%。而且在 2016 年第一季度华夏银行每股净资产已经增长到 13.3 元每股，而股价 10 元还不到。因此华夏银行股票是有很高投资价值的。

银行是一种负债非常高的特殊公司，可以选取一些负债比较高的普通企业作为案例。例如中央商场，公司资产负债率为 89.4%，由于负债占公司资产的比率过高，那么考察公司的负债情况是非常有必要的。

表 10-61　2015 年中央商场资产负债表

现金资产	19.9 亿元
流动资产	124.2 亿元
非流动资产	32.4 亿元
流动负债：	
短期借款	59.9 亿元
应付票据	0.7 亿元
应付账款	10.3 亿元
预收账款	30.1 亿元
应付职工工资	0.6 亿元
应交税费	1.1 亿元
应付利息	0.1 亿元
应付股利	0.8 亿元
其他应付账款	4.7 亿元
一年内到期的非流动负债	10.2 亿元
其他流动负债	0.2 亿元
流动负债合计	118.9 亿元
非流动负债：	
长期借款	16.9 亿元
长期应付职工工资	1.7 亿元
非流动负债合计	21.1 亿元
负债合计	140.0 亿元
所有者权益	16.7 亿元
总资产	156.5 亿元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-62 2015 年公司负债结构表

流动负债比率	84.9%
短期借款比率	42.7%
应付账款比率	7.4%
预收账款比率	21.5%
其他应付账款比率	3.4%
一年内到期的非流动负债比率	7.3%
长期借款比率	12.1%
非流动负债合计比率	15.7%

表 10-63 中央商场短期借款分类表

项目	期末余额（亿元）
抵押借款	7.0
保证借款	14.0
信用借款	19.1
贴现票据	19.7
抵押＋保证借款	0.2
合计	59.9

（注：数据来源于中央商场 2015 年年报）

表 10-64 中央商场长期借款分类表

项目	期末余额（亿元）
抵押借款	8.3
保证借款	2.0
信用借款	6.4
抵押＋保证借款	0.2
合计	16.9

（注：数据来源于中央商场 2015 年年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央商场流动负债占总负债的比率高达 84.9%，占总资产的比率为 76%，因此公司存在一定的财务问题。中央商场 2015 年的净利润为 1.2 亿元，营业收入为 66.5 亿元。而公司的流动负债为 118.9 亿元，总负债为 140.0 亿元，其中一年内到期的非流动负债为 10.2 亿元，两年内应付账款 9.5 亿元，长短期贷款应付利息为 1300 万元。从公司净利润的情形来看公司的还债压力是比较大的，公司净利润是流动负债的 1%，公司流动比率为 1.04，略高于 1。公司流动资产高达 118.9 亿元，可公司现金资产仅为 19.9 亿元。在 2015 年，中央商场利息支出合计高达 3.6 亿元，而公司的净利润仅为 1.2 亿元，利息成本是公司净利润的 3 倍。对于利润低而负债高的公司来说投资风险是相当大的。公司要保障不出现财务风险，那么利息保障倍数至少要高于 1，公司的利润水平至少要保证能够偿还利息。如果一家公司绝大部分的利润都是用于偿还利息，那最好不要去投资这家公司。

对于公司来说只要利润水平足够高，那么增加负债是好的，但如果公司资产净利率本来就很低，那么就应该尽量地降低债务。因此投资者不应该投资高负债、低资产净利率的公司。如果公司的资产净利率很低，那么证明公司经营的利润水平很低，如果公司经营的利润水平很低，那么高债务必然会对公司经营产生很大压力。如果公司经营的利润水平很高，那么债务的增加就会让公司的经营如虎添翼，因为增加债务投资能够创造更多的利润，债务非但不是一种压力，反而是一种重要资源。如果公司的资产净利率很高，而公司的负债比率同样也很高，那么投资者就需要仔细考察公司的债务结构，看公司的债务是否会危及到公司资产的安全性。

单单从安全性来考虑，那么负债水平越低越好。如果要重视安全性，那么低负债率比较适合债券投资者。上海机场 2015 年公司的总资产为 256.4 亿元，公司负债为 49.4 亿元，资产负债率为 19.3%。公司 2015 年公司的营业收入为 62.8 亿元，净利润为 26.8 亿元，公司的流动负债为 24.4 亿元，而流动资产就高达 116.3 亿元。2015 年上海机场的利息支出为 1.3 亿元，而利润就是利息成本的 20.6 倍。从财务数据上看，上海机场就是一家财务非常安全的公司，而且公司也有相当高的盈利能力。经过复权处理之后，上海机场股价从 1998 年的 9 元每股涨到了 2016 年的 70 元每股。

如果单单要去考虑公司的估值情况，那么通过考察公司的每股净资产和各项资产的结构就够了，考察公司负债的主要原因是衡量投资是否有足够的安全性。如果公司利润水平足够高，那么高负债是好的，如果公司利润水平很低，那么负债高就是危险的。如果公司利润水平很高，那么高利润可以保证公司高负债的安全。而负债高又证明公司投入生产的资源多，如果借来的钱能够带来更大的利润，那么尽可能借钱是有利的，前提是借来的钱创造的利润水平要足够高。如果公司的利润水平很一般，而投资者出于某些目的要去投资公司股票，那么为了保证投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的安全性，公司的负债水平就越低越好。

关注公司经营的安全性就需要考察公司是否具备良好的还债能力，这一点可以通过流动比例、速动比例、利息保障倍数等指标来得到反映。流动比率是流动资产与流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前可以变现并用于偿还负债的能力。流动资产是比较容易变现的资产，而流动负债则是需要急于偿还的负债。只要公司流动资产远大于公司的流动负债，那么短期内公司就不会有多大的债务危机。例如 2015 年上海机场的流动资产为 116.3 亿元，而流动负债为 24.4 亿元，流动比率为 5.2：1。上海机场 2015 年末流动资产是流动负债的 5.2 倍，这足以保障公司债务的安全。社会普遍认为流动比率大于等于 2 都是比较安全的，如果流动比率为 2，那么就算公司短期内有一半的流动资产不能变现也能保障公司债务的安全。但如果公司流动比率低于 1，那么公司短期债务就缺乏保障，所以从安全的角度来说，投资者要尽量避开投资流动比率低于 1 的公司，至少购买流动比率低于 1 的股票要保持谨慎的态度。例如广东韶钢松山股份有限公司 2015 流动资产为 27.8 亿元，而公司的流动负债为 144.4 亿元，流动比率为 0.2，显然公司的流动资产是不足以保证公司债务安全的，所以公司股票被标记上了“ST”。2015 年广东韶钢松山股份有限公司的短期负债为 71.2 亿元，而公司的现金资产仅为 7.4 亿元，公司明显陷入相当严重的财务困境。

投资者如果需要更为细致地考察公司财务安全性，那么投资者还可以考察公司的速动比率。流动资产变现能力相比于固定资产来说要强，但流动资产中有的资产一时也难以变现，例如存货，公司商品的销售是需要时间的。而速动比率指的是速动资产与流动负债之比，速动资产剔除掉了类似存货那些变现能力差一些的资产，速动资产可以短时间就能变现。如果短时间就能变现的资产价值比公司的流动负债还高，那么公司的债务是不会有多大问题的。速动资产包括货币资金、短期投资、应收票据、应收账款等等，流动资产中存货、1 年内到期的非流动资产及其他流动资产等都不计入速动资产。只要速动比率大于 1，那么公司就不会有多大的财务麻烦。例如上海机场，公司的流动资产为 116.3 亿元，而公司的存货为 0.2 亿元，而一年内到期的非流动资产趋于 0，也就是公司的速动资产接近于 116.1 亿元，速动比率为 4.8，从这里来看公司的财务是完全有保障的。而广东韶钢松山股份有限公司的流动资产为 27.8 亿元，但公司的存货为 10.8 亿元，那么公司的速动资产也就接近 17.0 亿元，速动比率为 0.1，从这里来看公司财务情况是相当危险的。

为了能够绝对保障公司财务的安全，投资者还可以考察公司现金资产与流动负债的状况，如果公司的现金资产比流动负债还高，那么公司的债务是绝对有保障的。例如 2015 年上海机场的货币资金为 104.1 亿元，而流动负债仅为 24.4 亿元，单单从公司持有的现金来看就完全能够保障公司的财务安全，即使考察公司的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债也就 49.5 亿元，因此公司是不会有财务问题的。

在考察公司债务安全性的时候，通过考察流动资产和速动资产，查看相关资产是否能够实现债务的全覆盖，但在考察负债的过程中有的负债是不需要在当下就偿还本金的，例如长期负债。有的负债短期只需要偿还利息，就算是流动负债，也不一定当下就要偿还债务本金。流动负债是指将在 1 年 (含 1 年) 或者超过 1 年的一个营业周期内偿还的债务，包括短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、应付工资、应付福利费、应付股利、应交税金、其他暂收应付款项、预提费用和一年内到期的长期借款等。先放开本金不谈，那么投资者可以通过考察公司的利润看是否足以偿还利息，这一考察方式可以通过利息保障倍数这一指标来实现。利息保障倍数又称已获利息倍数，是指企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用的比率 (企业息税前利润与利息费用之比)，计算公式为利润总额加上利息费用再与利息费用进行比较。对于一家企业来说，利息保障倍数至少要大于 1，否则公司经营所产生的利润都不足以偿还公司负债的利息。例如天山股份 2015 年的流动比率为 0.41，速动比率约为 0.35，公司的利润总额为 –2.39 亿元，而公司的利息支出就为 5.35 亿元，公司的利息保障倍数为 0.55。从这里来看，2015 年天山股份息税前利润是不足以偿还公司债务利息的，因此公司存在严重的财务问题。当公司营业利润比较低，而且公司负债水平高时，那么公司的利息支出会成为影响公司净利润的主要因素。例如中国铝业 2015 年的流动比率为 0.79 倍，资产负债率为 73.30%，速动比率约为 0.54。2015 年公司的利润总额为 1.93 亿元，而公司的利息支出就为 60.45 亿元，公司的利息保障倍数为 1.03 倍。如果不是因为利息支出，那么公司利润就可以增加 60 多亿元。

公司负债率高容易影响公司的利润水平，但这也并不说公司的负债率越低越好。如果公司经营利润水平高，那么增加负债是有利于投资者实现利润最大化的。我们可以用资产净利率来衡量企业经营的利润水平，利润是公司经营投入总资产的结果，但总资产分为负债和所有者权益。如果有两家公司的总资产规模一样，利润总额一样，但一家负债水平高，另一家负债水平低。如果要去评判这两家到底哪一家的经营利润高一些，那显然是负债水平高的企业利润水平高。首先对于负债水平高的企业来说由于负债多，所以股东付出的所有者权益比负债水平低的企业少，付出少的所有者权益却取得了同样高利润的企业当然是好企业。另外，负债水平高的企业净利润尽管与负债水平低的企业一样，但负债水平高的企业利息成本比负债水平低的企业要高。如果考察支付利息前的利润，那么肯定是负债水平高的企业利润高。就经营成本来看，尽管两家公司投入的资产一样，利润水平一样，但是实际上两家经营所付出的代价并不一样。高负债率的公司股东所出的资本少，很大部分资本是借来的。而借来的资本是需要付利息的，公司支付利息之后的利润水平与低负债水平的企业一样，那就证明公司的业绩比另一家企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高。另一家公司虽然利润水平与高负债企业是一样的，但是在考虑资产净利率的时候忽略了隐性成本。公司所有者权益部分的资产实际上是不支付利息的，如果要与高负债的企业进行对比，那么就应该加上隐性成本，假定公司也要为所有者权益支付利息，然后在当前利润水平之下减去支付所有者权益的利息，这样就得到去除隐性成本之后的利润。因此为了稳妥起见，对于负债率水平很低的企业是应该加入隐性成本的。例如五粮液 2015 年的净利润为 64.11 亿元，2014 年公司的净资产为 403.33 亿元，公司的总资产为 464.09 亿元。由于 2015 年的净利润是 2014 年末投入各项资产的结果，所以资产就考察 2014 年末的。如果为公司的所有者权益支付利息，假定利息率为 6.00%，那么五粮液在 2015 年应该在 64.11 亿元净利润的基础上减去 24.20 亿元，去除掉隐性成本之后的净利润为 39.91 亿元。不考虑隐性成本和考虑隐性成本的资产净利率分别为 13.81%、8.60%，考虑隐性成本之后公司的资产净利率有所下降。当不考虑公司隐性成本时，公司负债率越低，资产净利率越低，那么公司业绩越差，考虑隐性成本之后公司资产净利率下降得越严重。例如说海螺水泥 2014 年的总资产为 1022.53 亿元，净资产为 691.11 亿元，资产负债率为 30.13%，2015 年公司净利润为 76.28 亿元。假设市场利率为 6.00%，如果不考虑隐性成本，那么海螺水泥 2015 年的资产净利率为 7.46%，当考虑隐性成本之后资产净利率仅为 3.40%。因此当公司利润和资产负债率都很低时，投资者应该考察隐性成本问题。当然如果投资者有足够的耐心，在任何情况下考虑隐性成本都是对的。

如果只是考察股票价值是否存在低估，那么通过考察公司的每股净资产和公司的资产结构基本就可以满足这一要求。但找到价值低估的股票之后还要保证这种优势可以长期维持，而维持这种优势的条件是公司经营要具备足够的安全性。维持公司安全经营有两个要求，一个是公司要有一定的盈利能力，二是公司的财务要足够安全。因此考察公司的债务水平就非常有必要，尤其是当公司的资产负债率比较高的情形需要细致考察公司的债务结构。当公司负债水平比较高时，为了保证投资的公司能够安全地经营下去，那么公司的流动比率应该高于 2，速动比率应该高于 1，利息保障倍数也必须大于 1，这样才能保障公司的债务不会出现太大的风险。在公司资产负债率很高时，流动比率、速动比率和利息保障倍数越大越安全。

*** 应付账款 ***

在公司负债中，其中一个比较重要的负债是应付账款，用以核算企业因购买材料、商品和接受劳务等经营活动应支付的款项，通常都是发生在原材料的采购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之上。企业在经营生产过程中，通常不愿意因采购大量原材料而导致大量现金流出，于是采用票据或者延迟支付的方式推迟支付时间，这样至少可以让公司能够利用本应该流出企业的资金一段时间，而且在这段时间内利用这些资金还不需要付出利息。对于原材料供给企业来说为了增加销量，也会接受票据或者延迟支付的方式。

对于投资者而言，公司延迟支付货款在某种情况下是有利的，因为公司可以免费使用本不属于自己的资金一段时间。但假如公司惯于采用票据或者推迟支付的赊账方式有时是有害的，例如当公司应付账款占比过大，那么推迟支付时间反而成了公司购买能力不足的表现，甚至引发财务危机。假如公司经常采取赊账的方式经营，那么会让人怀疑公司的经营情况发生了问题。新疆八一钢铁股份有限公司 2015 年公司总资产为 182.7 亿元，公司的应付账款为 84.5 亿元，应付账款是总资产的 46.3%。其中应付工程设备采购款为 17.9 亿元，应付原材料采购为 47.1 亿元，这两项占总资产的比率达 35.6%。公司存货为 13.5 亿元，其中原材料 8.0 亿元，在产品 9.2 亿元，库存商品 15.5 亿元，周转材料 2.2 亿元，合计 34.9 亿元。从相关数据可甚至可以认为公司的存货资产基本是赊账来的。而且新疆八一钢铁股份有限公司 2015 年流动比率为 0.14，速动比率约为 0.06，很明显公司的财务压力比较大。而且公司存在明显产品积压现象，因为公司的原材料很少，而库存商品却很多。原材料少，证明公司在某个特定时间段内的产量并不会多；而库存量却很大，那么只能认为是生产出来的产品存在大量积压的现象。因此新疆八一钢铁股份有限公司 2015 年经营出现了困境，而且公司股票也被做了相应的风险警示处理。

如果公司应付账款远高于公司存货，那么从某种角度来看可以认为公司的存货很大部分都是赊账而来的，加之公司资产负债率高而流动比率和速动比率都很低，那么证明公司经营出现了困难。对于小公司来说，当公司资产负债水平过高，而利润水平又比较低，那么采用推迟支付的难度就会比较大。因为供应商会怀疑公司是否有能力按时支付货款，于是当公司应收账款高到一定的程度，供货商就会采用只收现金的方式供货。但对于大公司来说，由于公司规模比较大，而且信誉也比较好，那么公司的应付账款高一些也是容易被供货商所接受的。

大公司的应付账款尽管很多也容易取得供货商的信任，因为供应商们很乐意相信比自己庞大得多的企业，大企业通常也会彼此肯定对方的实力。况且对于小供货商来说，就算大企业延迟支付货款，但是自己的债权在大企业的债务中占比往往是很小的，大企业完全有实力来履行承诺。而且大公司抵御风险的能力比较强，就算发生风险还会得到多方面的支持，例如政府、银行等等。由于大公司破产对社会的冲击很大，因此大公司出现问题会得到各方的扶持。因此把货物赊给大企业通常是有保障的，而且大企业也不会因为微不足道的货款而损伤自己的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

誉，因此大企业的应付账款占比过大是比较容易被大家所接受的。

2015 年中国石油资产负债情况

总资产……23941 亿元
流动资产……3493 亿元
货币资金……737 亿元
存货……1269 亿元
股本……1830 亿元
总负债……10498 亿元
流动负债……4714 亿元
应付账款……2029 亿元
每股负债……5.74 元
每股流动负债……2.58 元
每股现金……0.40 元
每股应付账款……1.11 元
每股存货……0.69 元
公司资产负债率……43.9%

表 10-65 2015 年中国石油存货明细表

原油及其他原材料	426.1 亿元
在产品	84.3 亿元
产成品	795.0 亿元
零配件及低值易耗品	0.5 亿元
减：存货跌价准备	37.0 亿元
合计	1268.8 亿元

（注：数据来源于 2015 年中国石油年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-66　2015 年中国石油应付账款及应计负债

应付贸易账款	695.0 亿元
客户垫款	509.3 亿元
薪酬及福利应付款	59.0 亿元
应计支出	1.0 亿元
附属公司应付非控股股东股息	4.8 亿元
应付利息	30.0 亿元
应付建造费用及设备费用	1333.9 亿元
来自于关联的资金拆借	110.1 亿元
其他	567.0 亿元
合计	3310.4 亿元

（注：数据来源于 2015 年中国石油年报）

中国石油 2015 年存货为 1269 亿元，应付账款为 2029 亿元，应付账款是存货的 1.6 倍。其中应付贸易账款为 695.0 亿，应付建造费用及设备费用为 1333.9 亿元，而公司在产品、产成品与原油及其他原材料存货之和为 1305.4 亿元。而且公司现金仅为负债的 0.07，流动比率为 0.74，速动比率约为 0.47。中国石油从流动比率和速动比率来看都是不足的，但是没人怀疑公司的财务安全性。因为公司的规模很庞大，2015 年公司总资产为 23941 亿元，公司的营业收入为 17254 亿元，净利润为 424 亿元，公司的业务遍及全国。因此尽管公司的流动比率和速动比率看起来都不足，但大家不会怀疑公司经营的安全性，因为公司营业规模非常庞大。就算公司一时出现大规模需要偿还的贷款，公司完全有实力通过发行新债券或者新借款来偿还债务。类似中国石油这样的企业要发行债券是很容易的，因为没人会怀疑公司的实力。

在中国国企规模普遍比较大，也是中国大型建设项目的支持者，背负着很多政策目标，执政者需要他们来做很多事，于是免不了对国企的依赖和支持。国企要做的事很多，需要的资源自然也就很多，所以国企具有很大的借款需求，而政府需要国企做很多事，因此在信贷支持上也会偏向国企，因此国企的负债水平普遍也会比较高。对于银行来说尽管国企负债水平比较高也还是愿意把钱借给他们，除了因为国企规模大之外背后还有政府的支持，因此国企负债率高一些也没多大问题。

对于中小公司来说就不具备很好的规模优势，在注重市场经济的时代小公司就算有经营困难的问题，只要这种问题不普遍，那么大不了破产就是了，不会对社会造成很大冲击。因此在投资小公司的过程中需要特别注重公司的安全性，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要投资负债水平过高的小公司。但对于大公司来说，如果破产，那么对社会造成的影响会非常大的。为了维护市场的稳定，政府会想方设法不让大公司破产。

投资者应该投资财务健康业绩良好的股票，财务健康并不是说公司的负债水平越低财务就越健康，并不是说应该投资那些没有债务的公司股票。财务健康指的不是公司资产负债率的高低，而是公司到底有没有很高的还债压力。如果说公司的经营业绩很好，利润水平很高，那么高一些的资产负债率也没有什么关系。如果公司经常常亏损，那么就是公司的资产负债率低也会有财务压力。投资者要考察的是公司的流动比率、速动比率和利息保障倍数是否充足，公司利润水平是否能够保障公司继续经营。

*** 债务资源 ***

考察公司负债有两个目的，一是考察公司到底有没有财务困难，投资者的投资是否安全；另外一个目的是考察公司是否合理地利用债务资源。一味地追求低负债并不利于公司的经营，但如果负债过高又会增加公司经营的风险。如果增加负债能够实现股东利益的最大化，那么企业就应该增加负债，资产负债率低并不意味着财务数据就会很漂亮。只要公司盈利能力够强，资产负债率高也并不意味着公司的财务状况不好。公司财务安全程度主要取决于公司负债的规模和公司的盈利能力，公司还债能力的大小并不完全取决于负债的比率，而是取决于公司的盈利能力。

当公司经营利润水平很高时扩大经营对公司有利，此时就应该尽可能地扩张，如果公司资源不够就要尽可能地举债。只要公司投资利润率高于利率，那么举债对股东来说都是有利的。通常在经济高涨和利率很低时，这对高负债的公司来说是有利的，相反在利率上升经济萧条时公司的负债就会成为累赘。例如 2015 年美国利率为 0.00% 到 0.25%，如此低的利率水平对负债高的企业来说是非常有利的。1970 年到 1980 年美国实际利率大概在 2% 附近，而到 1981 年美国骤然提高利率至 7.6%，从而导致美元指数从 85 上涨到 165，大幅度增加了拉美国家偿还外债的压力。1982 年墨西哥政府宣布无力偿还到期外债本息，危机很快蔓延到巴西、委内瑞拉、阿根廷等国家，从而引发严重债务危机。因此举债要在还债能力足够强的前提下才是安全的。

公司应不应该增加负债，关键在于公司投资的利润水平是否足够高，如果利润远在债务成本之上就应该举债。公司大量举债释放了两个信息：一是公司有信心还债；二是公司经营的利润水平高，而且正在快速扩张。

公司举债是要支付利息的，在很多情况下，公司敢于大量举债证明该公司是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家盈利性强的公司，公司有信心在未来支付利息和本金，举债就是公司信心的体现。当公司正处在扩张期时，公司的银行存款不该有大量的现金，在保证公司流动性安全的情况下，公司应该把每一分钱都运转起来。举债有很多的好处。

1. 举债支持了公司的扩张。

2. 举债是公司还债信心足的表现。

3. 举债的公司是需要支付利息的，这达到了避税的效果。

假如公司不举债扩张，那么公司赚来的利润有一部分需要以税收的形式缴纳出去。而举债支付利息就取到了避税的效果，因为公司支付利息的这一部分资金计入了公司的利息成本，而这一部分钱是不需要交税的，这样这部分税就以利息的形式支付出去了。

对不举债的公司来说，公司确实存在很高的经营安全性，不用担心还钱问题，但一个缺乏危机感的企业是很难成为一个伟大的企业的。举债虽然增加了公司的还债压力，但是表示了还款的信心。钱是借来的，借来的钱是要支付利息的，于是支付利息形成了公司管理层的压力，公司必须把这部分钱投在高回报的行业上，这样才能得到更多的利润来支付银行的利息。为了避免出现财务危机，公司管理层只好努力经营，而且公司会很珍惜借来的每一分钱，把它们都用在刀刃上。如果公司没有负债，所有的资产都是股东的所有者权益，那么公司管理层使用这些资本是没有压力的，这就不会有全力把资本往优质项目投的动力，这时候投资的收益率低些没关系，只要有就行了。如果公司举债的规模大，那么管理层会去寻找优质的项目进行投资，至少投资的收益率会高于贷款利息。在投资高收益项目的同时还要撤出无效的投资，撤出投资回报率低于银行利率或者亏损的投资，转而把钱投入有效的投资项目上。

当公司需要进行扩张的时候，融资方式有两种，分别为股权融资和举债。公司进行扩张需要有一个先决条件，那就是公司投资项目的回报水平高于社会一般投资回报水平，否则公司的投资利润还不足以负担扩张的成本。在公司扩张资金来源中无论是举债还是股权融资事实上都是要付出代价的，股权融资需要向股东分红，但股权资本会形成公司稳定的扩张资金，也不会增加管理层的还债压力。至于分红，公司有利润那么可以分红；如果公司经营并未产生利润，那不分红就是了。而举债融资就不一样，无论公司是否产生利润都需要支付利息并按时偿还本金。股权融资需要新发股票，而公司发行新股后会稀释股本，稀释了每股收益和每股净资产。当公司的股本增加一倍，证明公司当期的每股收益就会降低50%。增发新股和举债比起来是公司对未来业绩信心不强的表现，公司会被怀疑是否能如期偿还银行的债务和本金，因此股权融资最为保险。

债务融资可以加速公司的成长，举债可以令公司投入生产的资源快速增加，不断地提高公司的净利润。举债需要在公司还款能力足够强的情况下进行。通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举债可以让公司的净利润和每股收益快速增加，而不是像股权融资一样稀释公司的每股收益。

第5节　清算价值

分析资产负债表的主要目的是寻找价值低估的股票进行投资，按照股票形成的原理，股价是每股净资产和引起每股净资产变化因素的价格，而影响每股净资产变化的因素又称为公司的盈利能力。盈利能力是无法计算的，但是每股净资产却很容易计算。假如不去考虑公司的盈利能力，那么通过股价与每股净资产的关系就能寻找到价值低估的股票。例如破净股，如果股价严重低于公司的每股净资产，那么证明公司的股价是非常低的，存在很高安全边际。1932年佩珀罗尔制造公司的每股价格为18美元，而公司的每股账面价值高达176美元。1933年7月宾夕法尼亚煤和焦炭公司的每股账面价值为50美元，而公司的股价仅为3美元[1]。类似这些股票都存在极其严重的低估。

我们可以假设公司当下就清算，然后看看投资者每持有一股股票能获得的金钱是多少，对比每股清算价值和每股价格的偏离程度。如果每股清算价值比股价还高，那么这只股票的价值是严重低估的。实际上假如公司清算，投资者能够获得每股净资产一样的现金是很难的，因为很多资产在短时间内是不能按照账面价值变现的。在总资产中，负债是容易计量的，欠别人多少钱就应该还多少，可一台机械设备却很难按照账面价值出售。因此投资者在分析公司资产负债表时可以低估资产，但不应该低估公司的负债。

投资者可以购买价格低于清算价值的股票。清算价值指的是公司清算把所有资产变现之后属于股东的净值，如果股东投资价格低于清算价值的股票，那么投资者让公司清算就能获得收益。但如果仔细考察清算价值的数字，事实上在公司清算之前没人知道公司真正的清算价值是多少，谁都没法准确计算公司的资产能够卖多少钱。大家都只能按照过去的一些经验通过相应的折现率计算出可能的清算价值，因此清算价值的考察也只是估计公司资产价值的一种手段，投资者千万不要把手段当作目的。对于变现能力强的资产，在计算清算价值时折现率可以高一些，对于变现能力差或者估值困难的资产，那么折现率可以取低一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-67　清算价值与账面价值表

	一般区间 (%)	粗略均值（%）
现金资产（包括可交易证券）	100	100
应收账款	75~90	80
存货（以买入价与市场价孰低价格计）	50~75	66
固定资产和其他资产	1~50	15

（注：数据来源于格雷厄姆《证券分析》）

尽管说事先很难准确估计公司的清算价值，但根据过去经验和当前市场上相关资产的价格数据通过相应的折现率可以估计出公司清算价值的可能范围，通过股价与清算价值范围的对比可以明显地感觉到股价是否低于公司的清算价值。购买价格低于公司清算价值的股票需要具备两个条件：一是投资者购买公司股票之后可以马上让公司进行清算，对于这一个条件大部分股民都做不到；二是公司的经营至少能够长期保障资产不受到侵蚀和消耗，也即是说就算公司经营不能保障资产的保值增值，但至少也不要亏损。对于普通股民来说，购买的股份是不足以影响公司经营决策的。因此股民在投资的过程中很难满足第一个条件，对于股民来说，投资股价低于清算价值股票的前提是公司的经营要有盈利，至少要能保证公司资产不会被不断消耗。自从公司的所有权和治权发生分离以来，股东和公司管理层经常发生激励不相容的情形，就算公司的经营持续亏损而扭转无望，管理层也会继续经营下去，从而保住自己的地位。如果是这样子，那么就算公司的股价低于清算价值，这种优势随着时间的推移也会逐渐消失。因此假如公司股价严重低估，保障这种低估优势能够长期维持的基础是公司的经营是有盈利的。

例如交通银行，2015 年交通银行的总资产为 71554 亿元，而银行除了固定资产和无形资产外，其他资产基本都是类现金资产，而且是可以准确变现的。交通银行 2015 年固定资产为 783 亿元，无形资产为 21 亿元，所有者权益为 5381 亿元，每股净资产除去固定资产和无形资产后为 6.16 元。交通银行股价在 2014 年 3 月仅为 3.7 元每股，而在 2016 年 5 月每股价格仅为 5.3 元，可以确定公司的股价是被严重低估的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-68　吉林敖东 2016 年 8 月 1 日清算价值表

项目	账面价值（亿元）	清算价值（亿元）
现金	15.32	15.32
长期股权投资	219.02	219.02
应收票据	2.71	2.71
应收账款	5.42	4.34
存货	4.80	3.17
其他流动资产	2.38	1.34
除长期股权投资外的固定资产和其他资产	35.55	5.33
合计	285.20	251.23
负债	22.93	22.93
清算价值合计	–	228.3
每股清算价值	–	25.54

（注：2016 年 8 月 1 日，吉林敖东每股价格 25.2 元，吉林敖东持有广发证券大约 12.52 亿股，广发证券 2016 年 8 月 1 日每股价格约为 16.2 元）

从吉林敖东清算价值表来看，2016 年 8 月 1 日，吉林敖东的每股价格是低于公司的清算价值的。因此存在很好的买入机会。

股价低于清算价值的现象在金融危机时会普遍发生，例如 1929 年金融危机之后很多股票大幅度下跌，不光低于清算价值还低于每股净现金资产。1929 年 6 月奥蒂斯公司每股价格为 35 美元，而公司的每股净流动资产价值为 101 美元，公司每股净现金资产为 23.5 元。1931 年 13 月 31 日怀特汽车公司的每股价格为 8 美元，而公司的清算价值按照格雷厄姆的分析就高达 31 美元[2]。

在发生金融危机之后通常会导致很多股票价格低于清算价值，从而形成难得的投资机会。对于投资者来说，股价低于清算价值是难得的投资机会，但购买价格低于清算价值的前提是这种优势可以长期保持下去，直到股价上涨。如果公司的经营正在不断地消耗公司的资产，那么购买该公司股票就需要谨慎。

参考文献：

【1】数据来源于格雷厄姆的《证券分析》
【2】数据来源于格雷厄姆的《证券分析》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 节　利润表分析

*** 利润表考察目的 ***

过去在对上市公司分析的过程普遍重公司资产，因为股票价格的本质就是公司资产的价格，如果公司资产的价值高，那么股票价格自然也会高。而现在对上市公司的分析普遍重公司的利润，如果公司的利润高，那么证明公司给股东的投资回报能力强；如果公司的盈利能力强，那么公司的股票价格自然就会高。如果说公司获利能力高股价就应该高，那么公司在相同利润规模的情形下，公司的资产越少股价应该就越高，因为获取相同的利润利用的资源越少的公司证明盈利能力越强。公司为了证明获取相同的利润只用少量的资产，于是会减记公司的相关资产，而且相关资产的减记有利于少计提折旧或者其他准备金从而增加会计利润。实际上资产越少股价就应该越高显然是不合逻辑的。公司的获利能力越高股价就应该越高这本身是对的，但这指的是在同等资产规模下公司正常的获利能力。公司股价的本质上就是公司资产的价格，公司市值本质上是由公司净资产的多少与公司盈利能力的大小决定的，因此股价指的就是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，而影响每股净资产变动因素最为核心的要数公司的盈利能力。公司盈利能力对股价的影响本质上是通过对每股净资产的影响而实现的，如果公司的盈利能力很高，那么导致公司的每股净资产快速上涨的潜力就会越大，这种潜力越大那么股价就会越高。由于公司盈利能力是影响股价的主要因素之一，而反映公司盈利能力大小的财务数据就是利润表，因此考察公司的利润表是必要的。

利润表是反映企业一定会计期间生产经营成果的会计报表，也被称为损益表，通过利润表可以看出某一特定时期实现的各种收入、发生的各种费用、成本或支出。通过考察利润表，可以了解公司利润增长的泉源，也可以找到限制公司利润增长的主要因素，并且可以通过考察这些因素衡量公司经营是否存在改进空间。如果单单查看公司最后的利润结果，那么可能会得到错误的结论，例如公司过多计提折旧准备，从而导致最终的利润降低，那么单单考察最终的利润结果就会得出公司盈利能力不足的结论。因此投资者在做财务分析时需要对各类财务报表有全面的分析。

股东投资回报的来源是公司经营产生的利润，股东投资的公司产生的利润至少要能保障公司的资产保值和增值，这是公司能够回报股东的基础。另外公司投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的回报率要高于社会一般投资回报水平，只有公司经营的投资回报水平高于社会一般投资回报水平才可能给股东高于社会一般投资回报水平的回报。如果公司经营利润不足，给股东的投资回报水平低于社会一般投资回报水平，那么证明公司相关资产的生息能力是不足的。如果公司资产整体的生息能力不足，那么合理的股票价格就应该低于每股净资产。投资者投资的目的就是获取高于社会一般投资回报水平的投资回报，因此公司盈利能力就要能够保障公司的资产净利率高于市场利率，这样从长远来看才能够保障股东的投资回报比社会上大部分投资的回报高。

*** 营业收入 ***

公司经营要想长期维持高于社会一般投资回报水平的利润，那么必须要具备相关的经营壁垒，否则其他竞争者的进入很快会让公司的利润率降下来。另外，如果公司经营的利润水平要能够保证长期高于社会一般回报水平，那么自然需要一个稳定的营业收入。如果公司的营业收入不稳定，那么公司的净利润也会变得不稳定。另外，净利润稳定增长的前提是公司营业收入稳定增长，否则净利润的增长就会成为无水之源。如果公司营业收入要想能够稳定增长，那么公司在相关市场必然要占有一个重要的份额。至少要能够有一个稳定的客户群体，稳定的客户群体是稳定营业收入的来源。而要想有一个稳定的客户群体，对于投资者来说，投资那些生产家喻户晓而且大家都非常喜欢的产品的公司是有利的，因为这些公司具有稳定并且量大的客户群体，能够保障公司有相当大规模和稳定的营业收入，这样才能保障公司有稳定的利润水平。如果公司的客户群体小，那么尽管公司的营业收入比较高，单个客户在公司的营业收入中占比较大，那么这样的营业收入水平是不稳定的，营业收入容易受到某些客户的绑架。

中国石油 2012 年原油产量为 91650 万桶，约为 1.3 亿吨，同年中国原油产量约 2.1 亿吨，中国石油原油产量占比就高达 61.9%。从规模上来看中国石油具有明显的垄断地位，在零售业务上中国石油的市场份额为 39%，庞大的市场规模可以保证公司有庞大的营业收入。中国石油尽管公司经营能够保障公司营业收入和净利润在一个相当稳定的水平，但公司经营的利润率却并不高，因此并不太适合股民做投资。如果说营业规模和利润水平都能得到保障，那么格力电器公司能够满足这两个条件。格力电器 2015 年营业收入为 977.5 亿元，净利润为 126.2 亿元，2015 年公司资产净利率为 8.1%。格力电器 2015 年公司净利润是有所下降的，但资产净利率依然能够维持高于贷款利率。规模大的公司通常营业收入和营业利润都比较稳定，由于公司具有相当大的规模，市场份额占比比较大，因此拥有庞大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的客户群体，能够保证公司获得相当庞大的营业规模。相比之下对于规模和营业收入小的公司来说，营业收入和净利润的增长是不稳定的，因此尽管小公司的资产净利率比较高，相比于大公司来说投资还需要更谨慎。例如匹凸匹公司 2015 年营业收入仅为 0.2 亿元，只要公司下一年收入少一千万元，那么营业收入就会下降 50%，因此公司的营业收入是不稳定的。

表 10-69 格力电器和匹凸匹公司营业收入对比表 单位（亿元）

时间（年）	格力电器		匹凸匹	
	营业收入	归属净利润	营业收入	归属净利润
2007	380	12.7	1.56	0.07
2008	420	19.7	0.61	0.05
2009	425	29.1	0.57	0.06
2010	604	42.8	0.58	0.06
2011	832	52.4	0.93	0.20
2012	993	73.8	2.65	0.24
2013	1186	109	1.10	0.09
2014	1378	142	0.10	0.71
2015	977	125	0.21	-1.02

从格力电器和匹凸匹公司经营对比来看格力电器长期以来能够以稳定高速的姿态增长，而且公司的营业收入和营业利润都有相当大的规模。而匹凸匹公司营业收入和营业规模都比较小，公司的营业收入和净利润的波动幅度非常大，因此公司的业绩并不稳定。当公司经营业绩不稳定时，就不可能给投资者带来稳定的投资回报，而经营稳定的前提是公司具有一定规模的营业收入和净利润。为了实现获得稳定投资收益的目标，投资者要尽量投资具有规模优势的企业，例如公司的营业收入能够超过 100 亿，那么公司在当前历史环境下已经具备相当的规模了。

投资者应尽量避免投资营业收入和净利润不足的公司，投资的上市公司年度净利润最好要能保持在 1 亿元以上，但并不是说净利润超过 1 亿那么公司就具备稳定的经营条件，这并不是一个死板的标准。伴随社会的进步，未来 1 亿净利润也许就并不具有优势，但在当下如果上市公司的净利润不足 1 亿元，那么投资确实风险比较大。另外，除了净利润之外，营业收入规模也很重要，有时候公司是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有规模优势的，但是偶尔出现净利润低的情况也是情有可原的，并不能说公司利润低，所以公司不具有规模优势。例如石化油服公司2015年净利润为0.24亿元，如果单单从净利润来看那么公司是不具有规模优势的，因为公司利润实在太低，但实际上公司规模是很大的。2015年石化油服公司总资产规模高达853.08亿元，而营业收入高达603.49亿元。因此如果是考察公司的规模优势，那么是需要从营业收入规模、总资产规模还有利润规模来同时考察的。寻找营业规模比较大的目的是保证公司能够给投资者带来稳定高效的回报，因此评判公司营业规模大小并没有一个绝对的标准。无论在任何时候，只要公司营业收入相对于同行业其他公司来说存在明显的优势，公司的产品受大多数人欢迎，那就满足了给投资者带来稳定回报的条件。

考察公司的营业规模可以知道公司是否具备规模优势，但除此之外还要考察相关营业收入的来源。在公司经营中，通常企业创造利润的不只是一项业务，因此在考察公司利润表时投资者需要查看公司利润和营业收入主要来源于哪些项目，在公司营业收入中占比比较大的项目需要单独进行分析。如果公司某一项业务收入占了总营业收入的大部分，那么可以认为这家公司是一家专业化经营的公司。如果公司营业收入来源于多个项目，每一个项目的营业收入占比都在50%以下，那么可以认为公司是一家多元化经营的公司。多元化经营有利于分散公司的经营风险，但同时也会分散公司的利润。如果公司把某一项业务当作事业来做，那么公司就应该进行专业化经营，因此我主张投资专业化经营的公司。对于业务过于集中的企业可能会遇到风险增加的问题，如果公司经营的行业进入不可逆转的萧条，大不了卖出公司的股票就是了。

表10-70 2015年五粮液和江苏吴中营业相比表

五粮液		江苏吴中	
经营项目	占主营业务收入比例	经营项目	占主营业务收入比例
玻瓶	0.16%	房地产业务	12.68%
酒类	92.38%	贵金属加工	39.42%
塑料制品	6.27%	国际贸易	18.3%
印刷	0.25%	医药行业	28.90%
其他	0.46%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从五粮液和江苏吴中的经营业务对比来看，五粮液酒类业务营业收入占主营业务收入的比率高达 92.38%，而江苏吴中占主营业务收入最高的项目是贵金属加工，但占比仅为 39.42%。从两家公司的业务对比来看，五粮液除了酒类业务之外其他的玻瓶、印刷和塑料制品都与酿酒业务有一定的联系，可以说是配套业务。而江苏吴中的几项主要业务中几乎并没有什么联系。如果公司是一家专业化经营的公司，那么其中某项业务收入占主营业务收入的比重至少也要超过 50%，而且其他项目应该是公司主营业务的配套项目。对于专业化经营的公司来说，只需要考察公司专业项目的营业情况和利润情况就能衡量公司的盈利能力。而对于多元化经营的公司来说，凡是公司业务收入占比较大的项目都需要进行考察。通常多元化经营的公司比较难以形成核心竞争力和企业文化，因此我主张投资专业化经营的公司。

考察公司营业收入占比比较大的业务的目的是了解公司利润的主要来源，衡量公司每项业务创造利润的能力可以选择毛利率和净利率两项指标。如果一家公司的主营业务毛利率非常低，而其次要的业务毛利率非常高，不能因为其中一项次要业务的毛利率特别高就认为这家公司是优秀的公司，相反公司会因为主营业务毛利率过低而大大降低公司的营利能力。当公司的主营业务仅仅产生很少的利润，而主要利润来源于公司的次要业务，那么这样的利润通常是不稳定的。因为次要业务创造的营收有限，投入次要业务的资源有限，低投入加上不寻常的利润产出是不可持续的。江苏吴中 2015 年占主营业务收入 39.42% 的贵金属加工业务，这项业务毛利率仅为 0.87%，而占主营业务收入 12.68% 的房地产业务毛利率就为 16.39%，房地产业务的毛利率水平是贵金属加工业务毛利率水平的 18.8 倍。2015 年江苏吴中贵金属加工业务的收入为 11.5 亿元，而营业利润仅为 0.1 亿元，而医药行业业务的营业收入为 8.4 亿元，营业利润高达 2.6 亿元。因此江苏吴中的利润很多来自于次要业务，公司的主要业务是不赚钱的。对于一家优秀的公司来说，应该是逐步撤出低利润的业务而加大对高利润项目的投资，如果是这样，那么公司最后必然走向专业化经营。如果公司不愿意撤出低利润的业务，那么这家公司本身就不值得投资。

表 10-71　2015 年五粮液和江苏吴中业务毛利率表

五粮液		江苏吴中	
经营项目	毛利率	经营项目	毛利率
玻瓶	13.02%	房地产业务	16.39%
酒类	74.36%	贵金属加工	0.87%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

五粮液		江苏吴中	
经营项目	毛利率	经营项目	毛利率
塑料制品	5.30%	国际贸易	2.31%
印刷	15.70%	医药行业	30.67%
其他	15.50%		

*** 营业外收入 ***

公司的收入大体分为两块，一是营业收入，另外一块是营业外收入。营业收入是公司持续利润的来源，而营业外所带来的收入是不可持续的。因此在考察公司收入的过程中，一定要考察公司收入主要来源是哪一个途径。2015 年五粮液公司的营业收入为 216.6 亿元，而营业外收入为 0.7 亿元，营业外收入仅为营业收入的 0.32%，因此无须过多地考察五粮液公司的营业外收入。但当公司营业外收入占比很高时就必须考察营业外收入对公司利润的影响。例如，广日股份 2015 年营业收入为 48.3 亿元，营业利润为 7.8 亿元，可是公司的营业外收入为 17.3 亿元，所以导致公司的利润总额高达 24.9 亿元。受营业外收入突然增加的影响，公司净利润从 2014 年的 6.9 亿元增长到 2015 年的 21.6 亿元。公司利润的增长主要来自于营业外收入的增加，因此这种利润增长是不可持续的，如果要考察公司的盈利能力，那么只能考察公司的营业利润。而公司营业利润仅为 7.8 亿元，去除掉营业外收入带来的影响后公司实际的利润水平是要低出许多。

表 10-72 广日股份历年归属上市公司股东净利润和营业收入变化表

时间（年）	营业收入（亿元）	归属净利润（亿元）
2007	59.3	0.4
2008	74.7	-9.7
2009	60.7	0.4
2010	65.1	-1.0
2011	87.4	-4.0
2012	46.6	4.4
2013	40.8	8.6
2014	45.5	6.8
2015	48.3	21.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-73　广日股份 2015 年营业外收入　　　（亿元）

项目	金额
非流动资产处置利得合计	0.01
其中：固定资产处置利得	0.01
政府补助	17.3
退税款	0.01
罚款收入	0.01
不需要支付负债	0.00
奖励收入	0.00
其他	0.01
合计	17.3

（注：数据来源于广日股份 2015 年年报）

广日股份 2015 年净利润突然暴增主要来自于政府补助，2015 年广日股份收到政府补助大约 17.3 亿元，而营业外支出仅为 0.2 亿元，从而导致公司的利润水平大增。政府补助并不会每年都有或者都这样高，因此政府补助不可能长期成为公司利润的主要来源。营业外收入大增导致公司利润水平大幅度增长的前提是营业外支出比较低，只有当营业外收入大于营业外支出时才能导致利润的增加。

*** 营业成本 ***

公司利润的来源是营业收入，但营业收入高并不意味着公司的利润水平就会高，公司的利润是收入与成本的差额。如果公司营业成本大于公司营业收入，公司的收入越多，亏损就会越大。例如重庆钢铁，2015 年重庆钢铁的营业收入为 83.5 亿元，而公司的营业成本为 176.3 亿元，营业利润为 –92.8 亿元。

营业成本包括很多项目，例如管理费用、生产成本、财务费用、利息支出以及资产减值准备等等。在考察营业成本中需要考察成本占比很大的项目，从而衡量相关成本是否会持续增长，或者说这种成本的增加只是暂时的。

对于制造业类企业来说，通常原材料成本是公司经营成本的主要构成。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司是一家服务型公司，那么劳动力成本就会是主要的经营成本。在考察公司经营成本时，首先要找出公司的主要成本是什么，然后再去考察那些因素对公司的主要成本影响比较大，然后通过分析相关因素来衡量公司的经营是否具有优势。

*** 财务费用 ***

财务费用主要产生于利息支出，财务费用指企业在生产经营过程中为筹集资金而发生的筹资费用，包括企业生产经营期间发生的利息支出（减利息收入）、汇兑损益（有的企业如商品流通企业、保险企业进行单独核算，不包括在财务费用中）、金融机构手续费，企业发生的现金折扣或收到的现金折扣等。当一家公司资产负债率比较高，那么公司的财务费用通常就会比较大。例如天津松江 2015 年公司的资产负债率为 85.9%，当年公司的营业收入为 6.3 亿元，光财务费用就高达 6.5 亿元，财务费用是营业收入的 1.03 倍，显然公司陷入了财务困境。2015 年天津松江的营业成本为 14.4 亿元，营业利润为 –8.0 亿元，净利润为 –7.6 亿元。在公司营业成本中，财务费用占营业成本的比重高达 45.1%。如果公司没有 6.5 亿元的财务费用，那么公司亏损的额度显然会少很多。

表 10–74　天津松江 2015 年财务费用表

项目	金额（百万元）
利息支出	747.6
减：利息收入	–108.2
汇兑损益	0.1
减：汇兑损益资本化金额	0.0
银行手续费	0.0
其他	10.8
合计	650.3

（注：数据来源于天津松江 2015 年年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天津松江2015年的总负债为127.1亿元，利息支出近7.5亿元，由于公司高额的利息支出而营业收入又不足从而导致净利润为–7.6亿元。从公司的财务安全角度来看，公司2015年的流动比率为1.35，公司的短期借款为14.4亿元，而公司的现金资产为15.8亿元，短期来看公司的财务问题并不是致命的。从公司营业收入来看2015年营业收入确实发生了突变，因为2014年公司的营业收入高达25.5亿元，而2015年公司的营业收入仅为6.3亿元。对于这种营业收入发生突变的年度来说投资者可以考察正常年份公司营业收入的情形，但从债务来看天津松江过高的资产负债率导致利息支出成了影响公司利润水平的主要因素。

当公司资产负债率比较高，而财务成本占公司经营成本和营业收入比重比较大的时候就需要注意公司的财务费用情形。如果公司产品的利润足够高，那么公司增加负债导致公司的财务费用占总成本的比重比较高对公司股东是有利的，因为公司通过杠杆的方式扩张能实现股东利润的最大化。但如果公司财务费用不光占成本的比重高，而且在公司营业收入的占比也大，那么长期下去公司必然会遇到财务问题。因此公司财务费用允许比较高的前提是公司有足够高的利润水平。至少在高杠杆经营条件下公司的资产净利率要高于市场利率。

*** 销售费用 ***

销售是公司把产品转换为收入的一个重要环节，公司销售费用越小，证明卖出产品付出的代价越小。销售费用是指企业在销售产品和提供劳务等过程中发生的各项费用，包括由企业负担的包装费、运输费、广告费、装卸费、保险费、委托代销手续费、展览费、租赁费和销售服务费、销售部门人员工资、职工福利费、差旅费、折旧费、修理费、物料消耗、低值易耗品摊销以及其他经费等等。一家公司产品销售的费用小，证明公司产品卖出去越容易。如果公司产品销售比较困难，为了增加销量，公司只好增加销售成本以及增加广告费用。

当公司销售费用占比过高时投资者需要仔细分析销售费用的构成，考察公司销售费用支出是否合理。例如益佰制药2015年营业收入为33.03亿元，而公司的销售费用高达20.45亿元，公司销售费用是营业收入的61.91%，因此考察公司的销售费用情况是非常必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-75 益佰制药销售费用表

项目	金额（亿元）	占总销售费用百分比（%）
职工薪酬	0.80	3.91
办公费	3.33	16.28
差旅费	4.40	21.52
运杂费	0.18	0.88
广告费	0.20	0.98
会议费	2.55	12.47
业务招待费	0.03	0.15
开发费	4.84	23.67
培训费	0.19	0.93
促销费	3.82	18.68
通讯费	0.01	0.05
学术费	0.01	0.05
其他	0.09	0.44
合计	20.45	100

（注：数据来源于益佰制药 2015 年年报）

从益佰制药的销售费用来看，其中差旅费占比达到 21.52%，占比相对较高，相比之下职工薪酬占比就要低出很多。一般情况下，如果公司营业收入增加，那么销售费用也会增加。现在很多企业都有提成机制，如果公司营业收入在某个年份很高，那么证明公司在该年份业绩很好，如果业务人员销售的产品多了，那么提成自然就会多。如果提成多了，那么对公司来说销售费用也会增加，直接体现就是职工薪酬增加。相反，如果公司业绩不好，销售收入下降，那么销售费用通常也会下降。例如国金证券就是这样的公司，国金证券 2015 年公司的营业收入为 67.49 亿元，而公司的业务及管理费为 32.41 亿元，占公司营业收入的 51.98%。2014 年国金证券公司的营业收入为 27.22 亿元，而公司的业务及管理费为 15.00 亿元。公司业务及管理费之所以大幅增加的主要原因就是职工薪酬的增加，2014 年国金证券职工薪酬支出为 10.82 亿元，而 2015 年职工薪酬支出高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25.97 亿元，职工薪酬的增加很大一部分原因来自于营业收入的增加，营业收入增加了，职工的提成就会多。而营业收入之所以大幅度增加，很大一部分原因又是来自于 2015 年上半年 A 股的大牛市。

表 10-76 国金证券业务及管理费表 **单位（亿元）**

项目	2015 年	2014 年
电子设备运转费	0.39	0.27
职工薪酬	25.97	10.82
咨询费	1.40	0.88
差旅费	0.60	0.40
租赁费	0.57	0.53
折旧及摊销	0.49	0.36
交易所会员年费	0.47	0.15
其他	2.52	1.60
合计	32.41	15.00

（注：数据来源于国金证券 2015 年年报）

通常情况下营业收入增加那么销售费用就会增加，但这并不是绝对的。有时候营业收入增加，但销售费用反而是减少的。当发生营业收入和销售费用的变动不同步时，投资者需要考察其中的原因。例如华锐风电就是一家电气设备生产公司，2015 年公司的营业收入为 13.93 亿元，而公司的销售费用为 10.75 亿元，销售费用占营业收入的比率高达 77.17%，因此分析公司的销售费用情况非常有必要。2014 年公司的营业收入为 36.20 亿元，而销售费用为 4.68 亿元。按道理来说由于 2014 年营业收入很高，那么销售费用应该比 2015 年高。实际情况是在销售费用中 2015 年现场维修配改及服务费比 2014 年高出太多，所以导致 2015 年销售费用增加得很多。2015 年现场维修配改及服务费为 8.59 亿元，而 2014 年仅为 1.94 亿元。但如果单单考察职工薪酬这一项，2015 年华锐风电的职工薪酬为 0.86 亿，而 2014 年为 0.96 亿元，营业收入高的时候，职工薪酬还是比较高的。

如果一家公司的产品很受欢迎，那么是不需要多少销售费用的，成本主要体现在生产上，当公司产品并不是很受欢迎，那么为了增加销量就只好增加促销的成本。如果是一家制造业的公司，公司营业成本中销售费用占比会少很多，生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本就要大一些，如果公司产品一时滞销，那么大不了降低价格，很容易就销售出去了。但对于提供服务类的公司来说销售费用通常就要大一些，例如金融公司。证券公司销售费用与营业成本之比普遍可高达 80% 左右，银行销售费用与营业成本之比普遍在 40% 到 50%，像金融这种提供服务类的公司销售费用通常占比都会比较高。由于金融公司并没有实体性的产品生产，就算是金融产品的相关设计成本也是非常低的。因此在营业成本构成中，对于提供服务类商品的公司来说销售费用占营业成本和营业收入的比率通常会多一些。

*** 管理费用 ***

在公司营业成本中，如果公司管理非常高效，但公司营业成本依然很高，并且这种高成本是行业的普遍现象，那么只能证明导致公司利润水平低的主要原因是经营环境的不好。例如在 2015 年中国钢铁企业的业绩水平普遍都不好，并不是说所有企业的管理都差，这种业绩的普遍不好是由于行业不景气造成的。在公司经营管理过程中必然会产生管理成本，很多人认为公司的管理成本越低，那么公司的经营就会越高效，实际上这是不对的。如果公司一味地追求降低管理成本，事实上对公司是有害的，公司管理成本在经营的过程中可以降低，但是不能低到公司不能正常运转的状态，如果公司的管理成本过低，那么管理质量也会跟着下降，因此公司合理的管理成本是很重要的。如果公司总是尽可能地降低管理人员的报酬，那么对员工工作的效率影响是很大的。对于股东来说，如果给管理层的报酬越多，那么自己的利润自然就越低。因此对于股东来说是希望公司的管理成本越低越好，但如果股东真的把公司管理成本压得很低，那么管理层就会缺乏管理的积极性，这样反而不利于实现公司利润的最大化。如果是这样子，股东把管理成本压低了，但同时公司的收益也下降了。但假如说给管理层增加报酬，激励管理层努力经营，给管理层的报酬多了，但反而公司收益增加了，那么增加工资是有利的。另外，如果公司的机构很多，那么公司的管理成本自然也会多一些，但有多时候有的机构只会使公司变得臃肿，而对公司的收益并没有多大的帮助，那么这样的管理成本就是不必要的付出，因此公司有合理的管理成本是很重要的。

对于股民来说根本分不清公司的管理成本到底合理不合理，也不知道其中的某些机构到底必要还是不必要，从分析来看公司应该有一个合理的管理成本，但是也不知道合理管理成本到底是什么样。实际上股民可以这么做，对于股民来说可以投资的股票有很多，股民可以对同行业的公司进行对比，查看相似规模的公司每创造一单位的营业收入需要付出多少管理成本，这样就可以了解到哪些公司管理高效一些，然后选择好的公司做投资就行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五粮液股份有限公司 2015 年的管理费用为 21.3 亿元，公司的营业收入为 216.6 亿元，公司管理费用占营业收入的比例为 9.8%，也即是说公司每获得 100 元的营业收入需要付出 9.8 元的管理成本，营业收入是管理成本的 10.17 倍。五粮液公司的管理成本并不高，但对于一些管理成本占比较高而公司利润水平又低的公司来说，不管公司是因为管理问题还是因为产品竞争力不足的问题都不值得投资。2015 年水井坊的营业收入为 8.55 亿元，而公司的管理费用为 1.64 亿元，公司营业收入是管理费用的 5.22 倍。五粮液和水井坊同是白酒生产企业，但五粮液的营业收入与管理费用之比明显比水井坊要高，单单从公司经营来看，五粮液的管理成本比水井坊要小得多。北大荒 2015 年公司的管理费用为 16.1 亿元，而公司的营业收入为 36.5 亿元，公司管理费用与营业收入之比为 44.1%，也即是说公司每创造 100 元的收入就要付出 44.1 元的管理成本，公司营业收入是管理成本的 2.27 倍。很明显北大荒公司的管理成本是相当高的，其中职工的薪酬占比是最大的，职工薪酬占总管理成本的 45.7%。

表 10-77　2015 年北大荒管理费用表

项目	金额（亿元）
职工薪酬	7.36
折旧费	2.06
物料消耗	0.71
道路维修费	1.08
水资源及水土防治费	0.64
机械作业费	0.86
修理费	0.47
规划及绿化费	0.37
业务招待费	0.12
劳务费	0.43
聘请中介机构费	0.10
办公费	0.17
税金	0.23

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	金额（亿元）
无形资产摊销	0.06
诉讼费	0.00
宣传展览费	0.04
物业管理及卫生费	0.09
安全生产费	0.03
研究费用	0.15
存货盘亏或损坏	–0.01
其他	0.49
合计	16.05

（注：数据来源于北大荒 2015 年年报）

当公司管理费用占比比较高时，需要考察公司管理费用明细表，考察导致公司管理费用大的原因，到底这种高管理费是一时的还是长期性的。还有将管理费与同行业其他公司进行比较，从而得出公司管理是否比同行业高效的结论。例如五粮液与同行的老白干酒对比，老白干酒 2015 年营业收入为 23.4 亿元，管理费用为 1.3 亿元，管理费用占营业收入的 5.6%。从管理费用的占比来看，河北衡水老白干酒业股份有限公司的管理成本比五粮液股份有限公司的小。

对于投资者来说很多情况下没法估计说哪一家公司的管理支出是高效的，哪种管理支出是不高效的。但投资者可以在行业中进行对比，选择管理成本低利润比较高的企业进行投资。如果公司是一家管理高效的企业，那么在经营环境不太差的情况下通常也能取得比较可观的利润。如果公司经营的利润水平不高，那么管理再怎么高效也不值得投资。因此投资者选择利润水平高的企业进行投资就可以了，因为这才是投资的目的。如果公司经营利润水平很好，那么就算公司的管理成本高一些或者效率低一些也没有多大关系。投资利润高的企业是目的，而管理费用的考察只是一种手段而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*** 资产减值损失 ***

有时候公司经营的利润率受到商品价格波动的影响非常大而且非常直接，如果公司产品具有价格优势，那么就算公司的管理成本和财务费用高一些，公司的业绩一样可以很好。但假如公司的产品价格下跌，利润率下降，而且这种下降是不可挽回的，那么公司管理层就算再天才也很难扭转。而且公司相关产品或者说资产的价格下跌不光会严重稀释公司的利润，还会导致公司相关资产的价值下降，因此考察公司的资产减值损失是非常必要的。在前期我们通过分析资产负债表来寻找价值低估的股票，并且谈了相关资产估值的方法。而我们现在需要谈资产的安全性，如果公司资产处于一种危险的状态，那么就会给估值带来很大的不确定性，而且影响这种不确定性的因素很多。我们平时讲的资产减值损失有很多，例如存货跌价、固定资产折旧和应收账款坏账损失等等，这些因素都会导致资产价值下降。

对于投资者来说，从经验上大体可以估计出一般折旧的速度是多快或者应收账款坏账损失一般情况下是多少，但这些大多都是经验数据，具体情况就要复杂得多。例如假设按照经验坏账损失为 5%，可是有这么一家公司，欠公司钱的客户少，而欠的数额又很大，恰恰这些客户又不怎么诚信，很多是那种欠钱不还的人，那么如果我们再用一般的经验标准来对公司的应收账款进行估值就会出问题。还有公司有一大批固定资产放在了一个危险的地方，如果单单考察折旧，那么公司资产价值很高，但是如果这批资产的处境非常危险，那么投资者大概也不敢去投资这家公司。我们有时会发现一种现象，就是公司原本经营得好好的，但是因为资产大幅减值损失，所以公司的净资产一下子下降得很厉害，从而导致公司股价一下子失去投资价值。例如，江苏舜天船舶股份有限公司 2014 年的公司所有者权益为 2.14 亿元，总资产 94.01 亿元，每股净资产为 0.57 元，可是到 2015 年公司的所有者权益下降为 -52.55 亿元，总资产下降为 31.27 亿元，每股净资产下降为 -13.96 元。导致舜天船舶资产大幅下滑的主要原因是公司资产减值损失从 2014 年的 11.52 亿增加到了 2015 年的 45.87 亿，其中 2015 年坏账损失高达 24.21 亿元，而 2014 年为 11.36 亿元，坏账损失在 2015 年翻了一倍还多，另外 2015 年公司存货跌价损失高达 10.21 亿元，而 2014 年仅为 0.17 亿元 ,2015 年公司的固定资产减值损失为 11.21 亿元，而 2014 年没有。一系列的资产减值损失导致舜天船舶每股净资产大幅度下降，公司也被打上“ST”标记。因此投资者在分析财报的时候考察公司资产的安全性是非常有必要的，例如固定资产多要担心资产减值，应收账款多要担心坏账，存货多要担心存货跌价损失，公司某些资产占比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多就需要考察相关资产的安全性。如果说公司资产减值损失在公司营业成本中占比比较大，那么公司业绩受相关资产所处的状况影响就会很大，那么考察相关资产的状况就会变得非常必要。

资产减值损失是指因资产的账面价值高于其可收回金额而造成的损失。在资产减值损失中通常银行和证券公司这样的金融机构占比会比较大。例如中信银行 2015 年的资产减值损失为 400.4 亿元，而公司的营业收入为 1451.3 亿元，营业成本为 905.0 亿元，其中资产减值损失分别占营业收入和营业成本的比率为 27.6%、44.2%。中信银行在资产减值损失表中发放贷款及垫款的损失就高达 351.2 亿元，发放贷款及垫款的减值损失占资产减值损失的比率为 87.7%。这是由银行业务特性决定的。当一个国家的经济比较好的时候，银行业的坏账会比较少，企业整体的还款能力比较强，所以银行的资产减值损失会很少，这样银行的利润就会很高。相反，当一个国家的经济进入萧条区域，企业经营的利润水平下降，那么企业的还款能力同样也会跟着下降。当企业的还款能力普遍发生下降之后，银行的坏账就会增加，银行资产减值损失的额度就会越大。事实上银行贷款的质量取决于客户的质量，取决于贷款者的还款能力。经济好的时候，人们的还款能力普遍都会强，当经济不好的时候，还款能力普遍都会发生下降，因此银行业危机普遍发生在经济萧条的状态下。

表 10-78 中信银行 2015 年资产减值损失明细表 **单位（亿元）**

应收利息	29.4
发放贷款及垫款减值损失	351.2
可供出售金融资产减值损失	0.6
应收款项类投资减值损失	7.3
抵债资产减值损失	0.4
其他资产减值损失	12.5
小计	401.3
表外项目减值（转回）/ 损失	1.0
合计	400.4

（注：数据来源于中信银行 2015 年年报）

银行资产的状况容易受贷款质量的影响，在金融服务类公司中，如果公司持有大量金融资产，那么如果相关金融资产价格大幅度下跌一样可能导致公司的资产价值损失增加。例如中信证券 2015 年持有的可出售金融资产为 921.4 亿元，而公司的总资产为 6161.1 亿元，可出售金融资产占公司总资产的 15%，2015 年中信证券的资产减值损失为 24.8 亿元，其中可供出售金融资产减值就高达 16.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿元。当金融公司的可出售金融资产占比过高就可能导致资产减值损失变得很大，至少存在这样的风险。因此当公司持有的可出售金融资产占总资产的比率很高时一定要考察相关资产的安全情况。例如中信证券持有的可出售金融资产为921.4亿元，其中债券资产为331.5亿元，基金资产48.8亿元，股票79.5亿元，信托计划22.4亿元，其他金融资产287.6亿元。2015年6月份之后股票价格大跌，持有的股票资产和基金资产就有可能大幅度缩水，相比之下持有的债券就要安全许多。如果公司持有大量金融资产，而且公司持有的这些金融资产质量非常好，当这家公司的股票价格很低的时候就是一家非常值得投资的公司。但假如公司持有大量金融资产，而这些金融资产的质量都很糟糕，那么投资者购买这家公司的股票风险就会很大。

当公司持有大量金融资产时，考察的重点不是公司的资产减值损失有多大，而应该是相关金融资产的质量，从而得出这种资产减值损失是否会持续的结论。如果公司相关金融资产价格下跌，导致公司资产减值损失扩大，从而导致公司的利润大幅下降。但如果相关金融资产价格的下跌只是一时的，价格的下跌并不改变相关金融资产的质量。如果公司因为购买的股票的价格下降而导致自己公司股价大幅度下跌，那么这种下跌就可能为投资者提供优质的投资机会。

在资产减值损失中金融资产可以通过查看金融资产的状况和价格来衡量资产的安全性，但对于金融资产外的其他资产来说就要难以估计得多，大部分股民都不具备对无形资产和固定资产估值的能力。假如公司资产减值损失主要来源于无形资产或者固定资产，而且这样的损失占营业成本的比率很大并且是长期性的，那么投资者最好要避开这些公司。例如大连国际2015年的营业成本为18.6亿元，而公司的资产减值损失就高达12.5亿元，其中固定资产减值损失为10.2亿元，存货跌价损失1.9亿元。由于固定资产减值损失巨大的原因导致2015年公司的利润大幅度下降，2015年大连国际的净利润为-12.8亿元，而2014年大连国际公司的净利润为1.0亿元，当然像2015年这样的利润大幅度下降是不可持续的，因为公司固定资产持续性的发生减值损失是不现实的。2015年大连国际资产减值损失12.5亿元，而2014年大连国际的资产减值损失连0.2亿元都不到，因此公司2015年的巨亏是不会持续的。如果导致公司利润大幅度下降的原因是资产减值损失，但这种损失是不可持续的，而在其他正常年份公司的利润都很好，那么资产减值损失导致的股价下跌可能就会为投资者提供优质的投资机会。但像大连国际就算公司资产减值损失很小的年份公司的利润水平也很低，那么就应该避开这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-79 2015 年大连国际固定资产表 单位（亿元）

项目	房屋建筑	船舶	生产设备	运输车辆	管理设备	合计
年末账面价值	1.08	17.52	2.86	0.14	0.02	18.77
年初账面价值	1.24	27.45	11.82	0.16	0.02	28.89
价值	–	–	–	–	–	–

（注：数据来源于大连国际 2015 年年报）

2015 年大连国际的固定资产相比于 2014 年减少了 10.12 亿元，其中固定资产减值损失就高达 10.2 亿元。2015 年公司在对运输船舶固定资产进行减值测试的时候，计提 15 艘运输船固定资产减值准备 1.7 亿元，年末折合人民币 10.8 亿元，影响归属于母公司所有者的净利润为 –6 亿元[1]。

当公司进行资产减值测试时，公司固定资产价值对公司的利润和资产规模都会产生或大或小的影响。例如江苏舜天船舶股份有限公司 2015 年的资产减值损失为 45.9 亿元，而公司的营业收入仅为 13.2 亿元，由于公司资产减值损失巨大，从而导致 2015 年公司的净利润为 –54.7 亿元。其中固定资产减值损失 11.2 亿元，存货跌价损失 10.2 亿元，坏账损失 24.2 亿元。因为公司资产发生巨额的减值损失，因此公司的所有者权益从 2014 年的 2.1 亿元减少为 2015 年的 –52.6 亿元。到 2016 年 7 月舜天船舶每股净资产为 –14.17 元。

当公司固定资产占比很大，那么固定资产减值损失对公司经营业绩的潜在影响就会比较大，当公司流动资产占比比较大，那么存货跌价损失和坏账损失对公司经营业绩的潜在影响就会比较大。对投资者来说，在所有资产减值损失中固定资产是非常难把握的，投资者很难了解到公司固定资产到底值多少钱。因此当公司固定资产占比很大时，就会增加投资者的估值难度。相比之下存货跌价损失和坏账损失投资者要容易了解一些。投资者可以考察公司相关产品的价格变化来感受公司存货跌价损失的程度，当某种商品价格大幅度下跌，那么生产相关产品而且存货比较大的公司可能就会因为存货跌价而导致利润和资产价值大幅度下降。例如 2011 年以来煤炭、钢铁类产品的价格下跌，从而导致生产相关产品的公司业绩大幅度下滑。投资者可以通过考察相关商品价格的波动和公司存货占总资产的比率来感受公司是否存在存货跌价损失而导致业绩大幅度下滑的可能。对于普通企业来说，坏账损失普遍是因为公司的应收账款收不回来导致的结果，也就是说只有当公司的应收账款占总资产的比率很大时，公司坏账损失导致业绩大幅度下滑的可能性才会很大。当公司应收账款占比很高时就应该考察这些应收账款的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来源，查看相关客户群体是否具备良好的还款能力。当经济处于繁荣期时，企业还款压力会比较小，因此坏账损失所带来的业绩大幅下滑的风险就要小一些。但经济处于萧条状态或者正处于金融危机当中，那么投资者就不应该去购买金融类企业以及应收账款占总资产比重很大的企业的股票。

资产减值损失对企业来说会造成两方面的影响，一是公司利润下降，二是资产价值的降低，尤其是对公司所有者权益的伤害很大。在当今的资本市场，投资者普遍重视公司的利润，公司的利润越高，那么证明公司的盈利能力就越好，股票价格自然就会越高。重视利润容易产生重利润轻资产的行为，而对于公司管理层来说，减少账面上的资产是有利于增加会计上的利润的。例如将固定资产价值减记为0，那么也就不会存在固定资产减值损失的问题，同时也不需要计提折旧，这样就可增加公司的利润。有的公司经营业绩不好，存在很多经营包袱，那么通过一次性的资产减值有利于在下一个会计年度降低各种折旧和准备费用，从而使公司能够在下一年轻装上阵。经过一年的一次亏个够之后，下一个会计年度就能够轻松扭亏为盈，同时一下子减轻公司的各项经营包袱。正如马基雅维利所言："如果邪恶的事也可以说是妥善处理的话，那么妥善运用残酷手段是为了确保自己的安全，形势所迫而干净利落地采用暴力，可是下不为例，而且事后竭尽所能寻求臣民最大的利益。"[2]突然让公司的资产和包袱一下子甩掉，对股民来说会形成阵痛，但这更有利于日后的经营，所以马基雅维利说："侵害事件应该以一次为限，因为民众越少品尝痛苦的滋味，反感自然越少。相反，施惠应该细水长流，好让民众彻底品味。"[3]

如果说减记公司的资产价值或者甩掉包袱对公司经营是好的，那么公司就应该这么做，但是公司不能以增加会计利润为目的而刻意地降低公司资产。投资者阅读财报的目的是去了解公司真实的经营情况，如果公司管理层为了增加会计利润而故意降低公司的资产，那么这就是欺骗。公司的财报应该真实显示公司的资产情况和经营情况，而投资者应该做的是通过这些数据分析公司经营可能面临的问题和同时选择出好的投资机会。

参考文献：

【1】数据来源于大连国际2015年年报
【2】马基雅维利《君主论》
【3】马基雅维利《君主论》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*** 公允价值变动损益 ***

资产减值损失会降低公司的资产规模和利润，但对于一些资产来说既有降低公司资产和利润的可能，同时也有增加公司资产和利润的可能。例如交易性金融资产，如果公司持有大量的股票，而相关股票又发生大幅度的上涨那么公司的投资收益就很可能大幅度增加公司利润，这一点可以从公司公允价值变动收益这一指标看出来。公允价值变动收益是指以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产的一个科目。

公允价值变动收益主要来自于交易性金融资产，而持有交易性金融资产比较多的公司普遍是金融公司，尤其是证券公司会通过自己的自营盘持有大量的交易性金融资产。例如国投安信 2015 年公司的营业收入为 22.8 亿元，其中公允价值变动损益为 2 亿元，公允价值变动损益占营业收入的比率为 8.8%。如果公司持有大量的交易性金融资产，那么相关金融资产所产生的投资收益对公司的业绩或者资产规模的影响就会很大。例如上海莱士血液制品股份有限公司 2015 年以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 16.13 亿元，而相关金融资产的取得的总成本为 7.48 亿元，其间公允价值变动收益高达 8.65 亿元。受到交易性金融资产公允价值变动的影响，2015 年上海莱士的业绩大幅度增长，2014 年公司的净利润为 5.1 亿元，而 2015 年公司的净利润高达 14.8 亿元。公司利润之所以大幅度上涨是购买万丰奥威和富春环保公司的股票价格上涨的结果。这样的投资收益导致公司的利润增长是不可持续的，因为买股票过去赚钱并不代表未来也能赚钱。因此当公司利润出现大幅度上涨时一定要考察公司利润的来源，考察公司利润的增长是否可持续，切不可因为公司净利润的上升就简单认为公司的经营发生了改善。

表 10-80　上海莱士 2015 年以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产表

股票名称	成本（亿元）	公允价值变动（亿元）	期末余额(亿元）
万丰奥威	4.96	8.49	13.45
富春环保	2.52	0.16	2.68
合计	7.48	8.65	16.13

（注：数据来源于上海莱士 2015 年年报）

同样，对交易性金融资产的分析与对可出售金融资产的分析一样，关键要看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司所持有的交易性金融资产的质量如何。通常情况下，公司购买的可交易性金融资产是出于短期持有的目的而购买的。如果公司买入某些股票并不打算长期持有，那么这样做公司很可能会步入投机。如果一家公司持有的可交易性金融资产占公司的总资产比率很大，而且公司频繁地更换股票，那么无论公司买的股票公司业绩有多好，也无论公司股票的价格有多低，都不要去购买该公司的股票。因为频繁交易会影响公司经营业绩的稳定，并且历史的业绩并不能证明公司在未来可以维持，如果公司购买股票只是短暂持有，那么标的公司的优质和低估值优势并不能把握住。就算公司持有的股票质量很好，但这种优秀的业绩对股价的影响是长期的，短期来看这种优质的业绩不会增加频繁交易的优势。对于投资者来说，如果公司持有的可交易性金融资产量很大，但是公司持有的股票是长期持有，只要公司持有的股票质量足够好，那么公司的股票是值得投资的。另外，如果公司持有的交易性金融资产不是股票，而是一些安全程度很高的债券，那么只要公司的股价足够低并且债券安全度足够高，那么也可以去投资公司的股票，因为相比于股票来说债券要安全得多。

*** 利润分析 ***

在公司取得的营业收入中，当把所有的成本去除掉之后就是公司的利润，考察公司盈利能力的一个主要指标是公司的营业利润，这是在公司尚未缴税和尚未计算营业外收入所带来的经营成果。如果单单通过考察公司经营净利润来衡量公司经营的能力，那么可能会由于营业外收支的影响而导致结果失真。例如广日股份 2015 年营业收入为 48.3 亿元，营业利润为 7.8 亿元，可是公司的营业外收入为 17.3 亿元，所以公司的利润总额高达 24.9 亿元。受营业外收入突然增加的影响，公司净利润从 2014 年的 6.9 亿元增长到 2015 年的 21.6 亿元。如果单单看广日股份的净利润，那么公司的盈利能力很强，如果仔细考察，公司利润的来源主要是政府 17.3 亿元的补助，那么实际上公司真正的盈利能力是不足的。如果考察营业利润，其实广日股份 2015 年和 2014 年的利润水平都差不多。

当公司营业外收入大于营业外支出时会提升公司的利润水平，相反，当公司的营业外支出大于营业外收入就会降低公司的利润水平。例如辽宁成大 2015 年公司的营业利润为 15.7 亿元，公司营业外收入为 0.8 亿元，而营业外支出为 10.6 亿元。而 2014 年辽宁成大营业外支出仅为 0.1 亿元，净利润为 9.7 亿元，受到营业外支出突然增加的影响，2015 年公司的净利润降为 4.7 亿元，但如果考察公司营业利润，那么 2015 年公司业绩是没有下降的，因为 2014 年公司的营业利润也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才 10.2 亿元。

表 10-81 2015 年辽宁成大营业外支出 （单位亿元）

项目	本期发生金额	上期发生金额
非流动资产处置损失合计	0.24	0.01
其中：固定资产处置损失	0.24	0.01
债务重组损失	0.02	-
对外捐赠	0.01	0.01
其他【注】	10.35	0.10
合计	10.62	0.11

（注：本期“其他”项中包含因子公司成大弘晟长期停产改变财务报表编制基础而形成的损失 1,029,976,936.86 元。数据来源于辽宁成大 2015 年年报）

公司从营业利润到净利润除了受营业外收支的影响外还有每一家公司都会受到税收的影响。对于企业来说，税收成本是不可避免的，而且税收对于每一个企业来说都是公平的。税率问题并不是企业自身能够改变的问题，因此对单个企业的分析先不过多地考虑税务问题。

营业收入去除掉各种成本之后就是一年的经营成果，一方面投资者需要考察净利润的主要来源，考察公司的净利润是否能够保持或者是否会发生改变，从而得出公司真实的盈利能力。另外，如果公司的净利润能够如实地反映公司的盈利能力，或者投资者经过特殊处理计算出了公司真实盈利能力的范围，那么接下来就需要考察为这样的盈利水平应该支付多少投资成本。如果公司盈利能力很高并且股价很低，那么就有可能会为投资者提供非常有利的投资机会。

2013 年中国电建盈利情况

营业收入……………………………………………1448 亿元
营业利润……………………………………………63 亿元
净利润………………………………………………52 亿元
股本…………………………………………………96 亿股
每股营业收入………………………………………15 元
每股营业利润………………………………………0.65 元
每股收益……………………………………………0.54 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国电建公司的每股营业收入远远地高于每股收益，每股营业收入高达15元，但是每股收益仅为0.54元，也就是说每股营业收入是每股收益的28倍。出现这样情况主要是因为公司的毛利率过低，公司的主营业务毛利率仅为11.21%，公司毛利率最高的项目要属电力投资与运营业务，毛利率高达46%，但是这项业务仅占公司业务的3%。因此很难指望公司通过电力投资与运营这项业务给投资者带来高额回报。过高的营业额通常会压低公司的市销率，当公司股票价格为2.6元时，市销率仅为0.17，公司每为投资者创造1元的营业收入，投资者只需要付出0.17元的价格。而且公司的管理费用占营业收入的比例非常地低，仅为4%，因此当公司每股价格仅为2.6元时是一家非常值得投资的公司，此时公司的市盈率仅为4.8倍，也即是股东投资的回报率高达21%。

2013年兴业银行盈利情况

营业收入……1093亿元
营业利润……540亿元
净利润……415亿元
股本……191亿股
每股营业收入……5.7元
每股营业利润……2.8元
每股收益……2.2元

兴业银行的营业收入很高，但是净利润不像中国电建那么低，营业收入仅是净利润的2.6倍，也即是说兴业银行从营业收入中转化为利润的能力比中国电建强，所以公司的毛利率很高。兴业银行的管理费用占公司营业收入的26%，这是由金融行业的特性决定的。截至2014年1月30日兴业银行的股价仅为9.36元，而该银行的每股净资产为10.5元，市盈率为4.3，因此股东投资的回报率高达23.3%。所以在2014年初，兴业银行是非常值得投资的股票之一。

只有当公司的利润水平足够高时，公司的每股收益才会变得很高，对于投资者来说应该投资那些利润水平高而股价又很低的企业。投资一家公司股票时，股价会经常发生变动，投资者要做的是在合适的价格购买优质公司的股票。如果因为公司利润水平的波动而导致公司当前的股价看起来很低，那这是不值得投资的，理想状态的公司的利润稳定增长，而不是大起大落。通过对公司利润表的分析，投资者可以知道哪些公司获利能力高，哪些公司获利能力低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013 年江苏霞客环保色纺股份有限公司利润情况

营业收入 ....21 亿元
营业利润 ....–4 亿元
净利润 ....–4 亿元
股本 ....2.4 亿股
每股营业收入 ....8.8 元
每股营业利润 ....–1.7 元
每股收益 ....–1.7 元

2013 年霞客环保公司经营的情况是较为糟糕的，而且到 2015 年还在延续。2013 年公司的营业成本比营业收入还高，这直接导致了公司主营业务的毛利率为负值，净利润长期为负必然会导致公司的资产持续流失，因此投资这类公司的风险是比较大的。公司的净利润在 2013 年为 –4 亿元，但在 2013 年公司产生了 1 亿元的财务费用，公司不光经营业绩比较糟糕，而且公司还面临严重的财务困境。

从公司的利润总额与公司投入资产的关系可以了解到公司的获利能力，例如公司的资产净利率很高，而且公司每年的净利润水平都很高，那么可以认为公司是一家好公司。投资者可以考察过去公司经营利润的变化来衡量公司的质量。

表 10–82 贵州茅台和霞客环保历史业绩表 **单位（亿元）**

时间（年）	贵州茅台		霞客环保	
	营业收入	归属净利润	营业收入	归属净利润
2007	72.4	28.3	7.59	0.44
2008	82.4	38.0	11.0	0.14
2009	96.7	43.1	12.2	0.15
2010	116	50.5	15.5	0.21
2011	184	87.6	18.6	0.23
2012	265	133	17.2	0.07
2013	309	151	20.8	–3.50
2014	316	153	11.6	–10.4
2015	327	155	3.93	1.09

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

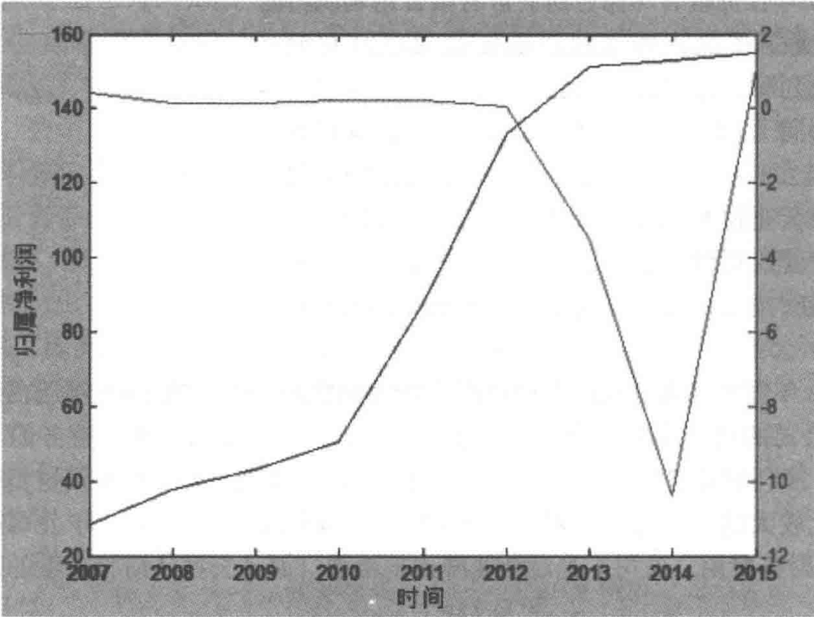


图 10-1　贵州茅台和霞客环保归属上市公司股东净利润变化图

通过对贵州茅台和霞客环保历史利润和营业收入的比较，贵州茅台的营业收入和归属上市公司股东净利润都能够稳步地增长。而霞客环保营业收入和归属上市公司股东净利润的波动就非常大，贵州茅台的业绩比霞客环保明显要优质得多。

分析利润表的另外一个目的是衡量投资者为相关利润所付出的成本是否划算，考察公司的股票是否值得投资，公司的股票价格是否存在低估，这就要将公司的股价与公司的利润进行对比，就需要考察公司的每股收益。

公司的股价与公司的每股收益是呈现正相关的，但并不是说公司的每股收益越高，那么公司的业绩就越好，公司就越值得投资。公司的每股收益高并不见得公司的业绩就会好，因为只要公司的股本足够小，那么公司的每股收益就会足够高。公司的获利能力要通过公司的营业利润和净利润来考察，而考察公司每股收益的目的是衡量公司股票当前的价格是否过高，只有当公司的获利能力足够好时，考察公司的每股收益才会更有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-83 贵州茅台历年每股收益和股价 单位（元）

时间（年）	每股收益	每股价格
2007	3.00	152.49
2008	4.03	61.98
2009	4.57	108.77
2010	5.35	120.25
2011	8.44	143.55
2012	12.82	159.85
2013	14.58	98.51
2014	13.44	168.41
2015	12.34	218.19

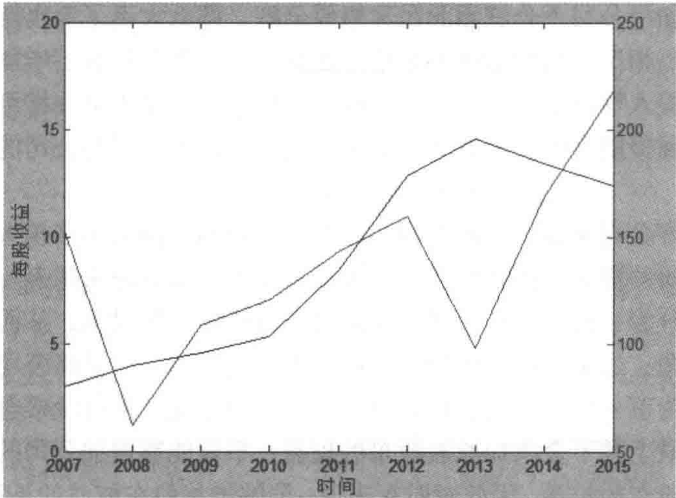


图 10-2 贵州茅台股价和每股收益变化图

贵州茅台股份有限公司的每股收益近些年来都是稳步上涨的，整体来看公司的股价也是稳步上涨的，截至 2016 年 5 月 31 日，公司的股价为 265 元每股，市盈率为 21.5。从股价上看，贵州茅台股价是高了一些，但实际上这是公司盈利能力很强的结果，因此公司股票市盈率高一些也是合理的，长期来看贵州茅台依然是一家非常值得投资的公司。

净利润除以股本可以得到每股收益，股价与公司的每股收益是成正相关的，投资者在投资的过程中最好不要购买股价高于每股收益 20 倍的股票。如果公司市盈率高于 20，那么投资者投资的收益率就会低于 5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 节　未分配利润

如果公司经营业绩好，公司的净利润会造成两方面的影响，第一是直接导致公司的资产规模不断上升，第二是导致公司的分红很高。这两个方式对股价会造成不同的影响，但对股东的影响却是同一的。如果公司分红多，那么公司净资产增加的量就会少，如果公司净资产增加的量少，那么股价潜在上涨的空间就会小；如果公司分红少，那么公司净资产增加的量就会多，公司净资产增加的量多，那么公司股价潜在上涨的空间就会大。但是无论是股价潜在上涨的空间大还是公司的分红多，事实上本质都是一样的，两种方式对股东的回报水平都是同一的。对于股民来说，如果公司不分红而股民又想要分红，那么大不了卖出期望分红的量的股票就是了。相反，如果股民不希望分红而是希望股票市值的增加，那么用公司分配的红利买入等量的股票就是了，这样长期来看股票市值一样可以增加。因此公司对股东回报能力的大小取决于公司盈利能力的大小而与公司的分红政策无关。

对于一家好公司来说，伴随公司的经营，公司的规模会越来越大。规模越来越大指的是公司的资产规模越来越大，可投入生产的资源越来越多。这些资源的来源大体可以分为三种方式：一是公司通过发行股票筹集股本，从而增加生产经营可投入的资源；二是通过举债增加可投入生产的资源；三是将公司过去经营所产生的剩余作为下一年生产的新增资源。对于股民来说，发行股票会稀释公司的每股收益，本质上并不会增加原有股东的权益；举债能够增加公司的资产，但同样也不能增加股东的权益。因此对股东来说，能够增加股东权益的是利润的留存。当公司经营所产生的利润不完全分配时，公司的未分配利润和资本公积金会不断地增加，未分配利润和资本公积金的不断增加才会不断地推高公司的每股净资产，从而推动公司的股价稳步上升。

好公司经营的利润一般情况下会带来每股收益和每股未分配利润的不断增加，而资本公积金的增加相对有限。根据《公司法》第一百六十七条规定，公司分配当年税后利润时，应当提取利润的 10% 列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的 50% 以上的，可以不再提取。根据公司章程或股东会决议提取法定公积金外自由提取的公积金称为任意盈余公积金。公司的法定公积金不足以弥补上一年度公司亏损的，在依照规定提取法定公积金和法定公益金之前，应当先用当年利润弥补亏损。公司的公积金用于弥补公司的亏损，扩大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司生产经营或者转为增加公司资本。股份有限公司经股东大会决议将公积金转为资本时，按股东原有股份比例派送新股或者增加每股面值。但法定公积金转为资本时，所留存的该项公积金不得少于注册资本的25%。因此当一家公司的资本公积金增加到一定的额度之后就会停止增长，净利润对公司的未分配利润这个指标影响则大得多。

但凡一家优秀的公司，公司的经营都不会将利润完全分配，如果公司将利润完全分配只能证明公司缺乏好的投资项目或者缺乏好的管理层。优秀的公司伴随时间的推移，公司的资本公积金和未分配利润都会不断增加。在股本不变的情况下，公司的股价在未分配利润推动下会稳步上升，而这一切的根本都是来源于公司经营所产生的净利润。因此只要公司的利润水平足够高，那么公司未分配利润稳步上涨才对。所以对于股民来说要想考察公司过去经营所产生的利润是否真实，只需要考察公司的未分配利润是否稳步上涨。如果公司只是通过对会计政策的调整而虚增利润，那么是不可能维持公司的未分配利润长期稳步上升的，公司的每股净资产的增长也会很不稳定。好公司的经营会带来公司的每股净资产、每股收益和每股未分配利润的稳步上涨，因此只需要考察相关指标历史的表现就能够了解到公司是否足够优秀。

表10-84 云南白药业绩增长表

时间（年）	资本公积金（亿元）	未分配利润（亿元）	每股净资产（元）	每股收益（元）	每股公积金（元）	每股未分配利润（元）
2007	1.50	6.15	2.78	0.68	0.31	1.27
2008	14.00	9.88	5.87	0.96	2.62	1.85
2009	14.00	14.04	6.71	1.13	2.62	2.63
2010	12.49	21.93	6.36	1.33	1.80	3.16
2011	12.49	32.41	8.00	1.74	1.80	4.67
2012	12.49	46.50	10.12	2.28	1.80	6.70
2013	12.49	65.10	13.01	3.34	1.80	9.38
2014	12.48	102.86	10.74	2.41	1.20	9.89
2015	12.48	103.58	12.90	2.66	1.20	9.96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当公司的未分配利润逐步增加时必然会推动公司的净资产规模逐步增加，当公司可投入生产的资源增加之后，公司的利润规模自然也会同步增加，在股本不变的情况下利润规模增加每股收益也会不断增加，因此公司未分配利润的不断增加可以推动每股收益的不断上升。例如云南白药，公司的每股收益、每股净资产和每股未分配利润都呈现出稳步高速增长的趋势。2008 年公司的总资产为 49.4 亿元，公司未分配利润占总资产的比率为 20%。可截至 2015 年，云南白药公司的总资产为 192.9 亿元，而公司的未分配利润为 103.7 亿元，未分配利润占公司总资产的 53.8%。在公司资产结构中，未分配利润的占比越来越大，这都是公司高盈利能力所带来的结果。从 2007 年到 2015 年，公司在经营的过程中未分配利润增加了 97.4 亿元，而这些未分配利润本质上都是来自于公司经营所产生净利润的一部分。未分配利润是公司经营给股东带来的回报，但这并不是唯一的回报，在考察公司未分配利润的过程中是把分红排除在外的，如果加入公司分红，那么投资者获得的回报会更多。分红给股东带来了现金收益，而未分配利润带来了股价的快速上涨，2007 年云南白药的股票价格为 16.17 元，到 2015 年云南白药的价格上涨到了 72.6 元，股价上涨 349.0%，如果加上分红，那么股东获得的投资回报会更高。因此只要一家公司的利润水平足够高，股民在以合理的价格买入公司的股票之后长期来看必然会获得丰厚的投资回报。

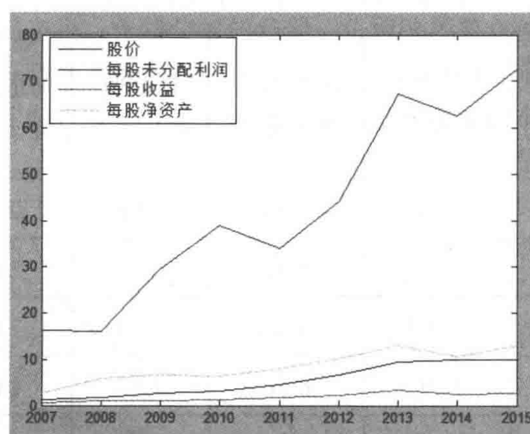


图 10-3　云南白药股价、每股收益、每股净资产和每股未分配利润增长图

公司良好的业绩会带来高分红和每股未分配利润快速增长的现象，每股未分配利润的增加会不断地提高公司的每股净资产，从而推动股票价格稳步上涨。如果公司每股净资产的提升不是公司的利润带来的，那么这种净资产的增长是不牢靠的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 节　现金流量表分析

如果是一家优秀的公司，那么随着公司的经营，公司的资产和业务都会做得越来越大。当公司业务做大之后现金的流动必然也会增大，考察公司的现金流可以了解到公司的经营是否健康。如果一家公司的经营性现金流量与公司的业务规模不相称，那么公司的经营是不健康的。另外通过查看公司的资金流向可以了解到公司处于扩张期还是处于稳定期，例如，如果公司投资现金流不断流出，不断扩张公司的业务，那么公司的经营就处于不断扩张的状态。

在现金流量表中，首先最为重要的是经营性现金流量，这是显示公司当前经营业务的资金流量，而其他的投资性现金流和筹资现金流变动的目的都是为了扩大公司的业务规模实现股东利润的最大化以及增加经营性现金流量。

*** 经营现金流 ***

在生产经营的过程中，公司投入各种生产资料导致现金流出，然后出售商品收回现金，这样不断地进行资金循环而产生利润。如果这样的现金循环在某个时期发生断裂，那么公司的经营就会终止，正所谓一家不赚钱的公司可以生存，但一家断了现金流的公司必亡。公司要想经营性现金流量越来越大，那么这种现金流需要有一个积累的过程，也即是说公司在经营的过程中产生的经营性现金流量净额要为正，公司的经营要有源源不断的资金流入企业。如果一家公司经营性现金流量净额为负值，公司的经营导致资金不断流出企业，那么这样的经营必不长久。公司经营性现金流量增加的前提是资金多进少出，这样公司才会有足够多的资金来参加资金大循环。

现金流量增加的目的是为了匹配公司不断扩大的业务规模，从而实现股东利益的最大化。当公司进入到规模递减区域之后公司业务规模的增加导致公司利润提升的空间变得很有限，那么资金多进少出就不再适合公司的经营策略。当公司业务趋于饱和，资金多进少出会让公司储备大量的现金，公司储备大量的现金就会导致对资源的浪费。如果公司的经营不再增加公司的业务规模，现金的持续流入只会导致公司现金资产增加，那么公司就不应该采取多进少出的经营策略，公司应该多分红或者高价回购公司的股票，从而增厚公司的每股净资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流动是公司经营产生利润的必要条件，实现股东利润最大化是目的，因此公司现金流动的方式应该适合公司利润的最大化。而不能刻意地追求现金尽可能流入，也不能一味地增加资金流出。如果公司千方百计地缩减资金流出，那么公司的机械设备就会变得越来越老旧，生产技术得不到更新，公司迟早会被市场淘汰。如果公司一味地强调支出和扩张，迟早有一天公司的经营性现金流量净额会支撑不起公司的支出，强调支出可能会因为支出过多拉断公司的现金流。因此公司追求最优的现金流动方式是为了使公司经营利益最大化。

经营性现金流入的来源是公司销售的商品和提供的劳务，如果公司销售商品或者提供劳务不能产生足够的现金流入，那么这样的经营迟早会进行不下去。首钢股份 2015 年公司的营业收入为 178.4 亿元，而经营性现金流入仅为 77.8 亿元，经营性现金流入仅为营业收入的 43.6%。公司要有现金持续流入的前提是公司要有正的净利润，如果公司经营长期都是亏损的，那么就是公司短期内有正的现金流入也不可能长期维持。只要公司净利润水平很高，那么就算短期公司经营性现金流是流出的，那么这种流出也是不可维持的。

现金流是公司经营过程中最为真实的写照，很多时候公司的营业规模和利润水平可以通过会计方式进行调整，但公司现金的流量是真实的。如果公司财务数据显示营业规模和利润水平都很大，但是公司经营性现金流入、流出和经营性现金流量净额都很小，那么公司的盈利数据就不会是真实的，因为公司的现金流量与公司的业务规模不相称。

一家优质的公司在成长的路上，公司的经营现金流出和流入都在同步地增大，而这种现金流入增长的可持续性可以从公司的经营性现金流量净额的变化来分析。公司经营性现金流量净额持续不断地增长，那么投入下一个经营年度的资金循环才会增加。并不说公司经营现金流出减小了就是好的，因为公司的经营现金流出减少了也可能是公司已经不能够再继续成长的征兆。只有当公司经营现金流出和流入同步增加，并且流入增加的幅度大于流出的幅度，这才是理想的结果。

如果公司经营是有利润产生的，但是公司经营性现金流量净额却是负的，那么就需要考察公司经营性现金流出高于经营性现金流入的原因，查看这样的现金流出是否可能长期持续下去，是否会危及公司经营的安全。例如力帆股份 2015 年公司的营业收入为 124.6 亿元，经营性现金流入 93.0 亿元，公司的净利润为 3.8 亿元，而经营性现金流量净额为 –14.6 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-85 2015 年力帆股份经营活动现金 **单位（亿元）**

一、经营活动产生的现金流量：	
销售商品、提供劳务收到的现金	81.1
收到的税费返还	7.7
收到其他经营活动有关的现金	4.3
经营活动产生的现金流入小计	93.0
购买商品、接受劳务支付的现金	79.3
客户垫款及垫款净增加额	8.1
支付给职工以及为职工支付的现金	6.3
支付的各项税费	3.5
支付其他与经营活动有关的现金	10.3
经营活动产生的现金流出小计	107.6
经营活动产生的现金流量净额	–14.6

（注：数据来源于力帆股份 2015 年年报）

力帆股份经营性现金流量流出比较多的主要原因是公司购买商品、接受劳务支付的现金过多，证明公司经营成本是比较大的。从公司经营的业务来看，占公司主营业务收入 88.74% 的业务毛利率仅为 17.34%，由于公司经营的成本比较高从而导致公司的营业收入高利润低，并且经营性现金流量净额还是负的。如果公司经营性现金流量净额为负主要是因为公司的利润水平比较低，那么这种经营性现金流量净额为负很可能就会成为一种长期性的状况，因此类似这样的公司投资者不要轻易去投资。

如果公司经营性现金流量净额突然增加，就需要考察这种增长主要来自于哪里，分析这种现金流量的增加是否可持续。例如中航资本 2015 年公司经营性现金流量净额为 193.6 亿元，而 2014 年公司的经营性现金流量净额仅为 29.2 亿元，2015 年公司经营性现金流量净额同比增加了 5.9 倍。

表 10-86 中航资本 2015 年经营性现金流入表 **单位（亿元）**

项目	本期金额	上期发生金额
销售商品、提供劳务收到的现金	129.5	102.4
客户存款和同业存放款项净增加额	202.0	22.2
向其他金融机构拆入资金净增加额	–1.2	–0.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	本期金额	上期发生金额
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净增加额	1.4	2.0
收取利息、手续费及佣金的现金	57.8	40.5
拆入资金净增加额	–6.3	2.0
回购业务资金净增加额	7.0	13.3
收到其他与经营活动有关的现金	45.3	42.3
经营活动产生的现金流入小计	435.4	223.0
购买商品、接受劳务支付的现金	218.5	145.1
客户贷款及垫款净增加额	–13.8	12.9
存放中央银行和同业款项的现金	–9.3	–11.6
支付利息、手续费及佣金的现金	9.6	6.1
支付给职工以及为职工支付的现金	9.6	7.2
支付各项税费	17.0	11.8
支付企业与经营活动有关的现金	10.2	22.2
经营活动现金流出小计	241.8	193.8
经营活动产生的现金流量净额	193.6	29.2

（注：数据来源于中航资本 2015 年年报）

中航资本经营性现金流量净额增加是因为 2015 年公司客户存款和同业存放款项突然高达 202 亿元，而这一项在 2014 年仅为 22.2 亿元。由于客户存款和同业存放款项净增加额在 2015 年同比增加了 8 倍还多，从而导致公司 2015 年经营性现金流量净额突发暴增。因此像中航资本现金流量表这样的其中一个项目现金流量发生突然剧变是不可持续的，所以 2016 年中航资本经营性现金流量净额降下来是大概率事件。中航资本是一家多元金融公司，2015 年公司营业收入为 32.8 亿元，经营性现金流入净额是公司营业收入的 5.9 倍。对于金融企业来说，公司的经营性现金流入和流出以及公司的经营性现金流量净额通常都会是公司营业收入和净利润的数倍，相比之下，普通制造业公司的经营性现金流入与公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业收入就会比较接近。

但凡是一家优质公司，公司的经营现金流量净额不可能长期为负，因此投资者在投资中一定要避开公司经营性现金流量长期持续流出的公司。首先经营性现金流出大于经营现金流入，公司必不能长久。另外如果公司是一家优秀公司，那么是不会发生经营性现金流长期持续性流出的，因此如果公司长期的经营性现金都是流出的，那么可以证明该公司当下不是一家优秀公司。并不是说经营现金流出大于流入的公司就不是一家好公司，但经营现金流出长期大于流入的公司经营是存在一定问题的。上海中毅达股份有限公司从 2006 年到 2015 年公司的经营性现金流都是流出的，对于经营性现金长期都是流出的公司来说投资者必须持有一种非常谨慎的态度。

表 10-87　中毅达历史经营性现金流量净额　　单位（千元）

时间（年）	金额
2006	–19396.2
2007	–59699.4
2008	–28924.1
2009	–8452.5
2010	–13947.0
2011	–32556.5
2012	–28000.0
2013	–29000.0
2014	–24000.0
2015	–100467.0

时　间	营业收入	归属上市公司股东净利润
2007	1.38	0.65
2008	0.83	0.06
2009	0.72	0.08
2010	1.16	0.09
2011	0.99	0.06
2012	0.84	–0.40
2013	0.85	–0.36
2014	0.70	0.99
2015	0.67	–0.07

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中毅达经营性现金流持续十多年流出而没有破产是因为每年流出的量对公司来说并不是致命的。有的公司经营性现金量不需要长期的持续流出也可以很快破产，只要现金流出的量足够大，那就可以令一家公司破产，例如雷曼兄弟。通常一家经营性现金流持续流出的公司不会是一家优质公司。中毅达由于经营现金长期都是流出的，所以中毅达 2015 年公司的每股净资产仅为 1.08 元，每股收益 -0.01 元，大部分经营年度内公司的营业收入不足 1 亿元，归属上市公司股东净利润从 2007 年到 2015 年都没有超过 1 亿。

公司经营性现金流量净额长期为负可以证明公司并不是一家优秀公司，但并不是说公司未来也一定是差公司。如果差公司进行重组或者使过去不利的经营环境得到有效改变，那么公司也可能在未来变为一家优质公司。但对于投资者来说，这种变化仅仅是一种可能，因此投资者应该做的是投资当下就已经很优秀而且这种优秀品质很可能还会长期保持下去的公司。

公司的业绩好并不代表公司的经营性现金流在每一个年度都是流入的，业绩好的公司经营性现金流可以短期流出，但长期必定是流入的。如果公司经营利润水平很高，为了提升公司产品的产量，公司大量采购原材料也会导致公司的经营现金大量流出，但不能认为这就是一种不正常的现象，因为公司购入大量的原材料和机械设备也是公司实现利润最大化的需要。当公司经营现金流出突然增大，而经营现金流入稳定，那么公司可能正在进行大规模的采购。在这样的情况之下，我们需要查看公司的存货或者其他资产有没有相应的增加。公司生产扩张的同时会带来支出的增加，但并不是说经营性现金流出增加或者原材料采购的支出增加那么就证明公司的业务正在扩张，因为生产要素价格的上涨同样也可能增加支出，但未必会增产。因此当公司经营性现金流出增加时需要考察这种增加是什么原因造成的。

当原材料成本价格上涨，公司生产的成本也会随之上涨，这必然侵蚀公司的利润。原材料价格的波动不是我们所能把握的，原材料价格决定于市场的供求变化，如果要考察原材料价格对公司经营成本和现金流量的影响，我们可以考察相关原材料价格的变化。例如我们可以关注煤炭期货价格的波动来分析煤炭价格波动对火力发电成本的影响，通过考察市场上很多大宗商品价格的变化可以大体了解制造业相关公司生产成本的变化。例如煤炭、钢铁、石油是很多商品生产的原材料，通过考察这几种大宗商品价格的变化可以大体感受到企业生产成本的变化。原材料成本的上涨对不同公司的影响并不一样。例如煤炭价格上涨，火力发电的成本上升，公司购买原材料支出的现金流增加，但是公司却很难通过提高电价增加营业收入和现金流入来抵消成本上升的影响，因为电价受到政府的控制，因此原材料成本上升对受到价格管制的企业来说影响很大。假设电价可以随意波动，而且国家主要的电力来源于火力发电，那么火力发电企业可以选择提高电价来保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住自己的利润，因为很少有人因为电价提高了就去点油灯。如果商品价格自由波动，而某项商品是国民生活的必需品，那么原材料价格的上涨，公司通过产品提价可以转嫁生产成本，例如粮食、食盐就是这样的产品。但对于一些非必需品来说，人们可以选择不去消费，那么原材料成本的增加公司通过提高商品价格来保住利润就很难奏效，因为提高商品价格销量也随之大跌。

公司投入生产要素的价格波动会影响公司现金的流量，只有当公司的利润水平足够高，经营性现金流入远高于各种投入要素的采购成本时，投入要素的价格波动对公司整体的现金流量才不会产生过大的影响。当公司产品毛利率很低时，公司经营业绩受原材料价格波动的影响就会比较大。优秀的公司是产品利润水平高而且存在很强业务壁垒的公司，在公司生产经营过程中就能实现规模与经营性现金流量同步上升。如果公司为了提升利润而损坏公司的现金循环，那么这种利润提升非但不可持续，而且会存在很多后遗症。例如公司经营的利润率没有过多的变动，但是公司经营的净利润大幅上涨，经营现金流出大幅增加，但是公司的经营现金流入却很小。公司为了提升业绩，以延迟商家付款作为代价，公司销售了大量商品，但是货款并没有同步收回来，公司净利润大增的代价是公司应收账款的大幅增加。假如公司以这样的促销方式作为长期的经营方针，那么必然埋下经营的风险，应收账款增加的同时也会增加公司的坏账准备，而且应收账款过多地占据了公司资源可能会拉断公司的现金流。因此健康的经营方式是经营性现金流量与公司的业务规模同步增加。

*** 投资现金流量分析 ***

现金的流向可以反映出公司经营的施力方向，当公司处于成长期，那么现金及现金等价物净增加额长期为负是正常现象，公司要扩张自然需要大量的现金流出，因为这是播种期。当公司扩张已到饱和，这时就是公司的收获季节，此时公司应该把利润持续地转化为现金，然后或进行高分红或进行高价回购股票。要查看公司是否处于扩张期，可以从公司的投资现金流和筹资现金流来了解。

如果公司处于扩张阶段，那么公司的新增投资应该是不断增加的，因此处于扩张阶段的公司投资现金流量净额大部分时间都是为负的。投资现金流为负是公司处于扩张阶段的特征，但并不是说公司的投资现金流量净额为负那么公司就处于扩张阶段。如果公司处于成熟期，当公司拥有大量资金之后通过购买其他公司的股票或者购买其他证券一样会导致投资现金大量流出，但这是出于合理利用资金的目的而投资金融资产。因此当一家公司投资现金流长期流出时需要考察这些资金流向哪里，对公司业务扩展有益的投资是实体项目，如果公司只是单纯地投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资一些有价证券，那不见得有利于公司业务的扩张。在经济学里，投资指的是对实体项目的投资，是一种资本形成的行为，而购买有价证券算不得投资。对企业来说，扩张指的是业务的扩张，投资指的是对相关项目的投资，购买金融资产很多时候无助于公司业务规模的扩大，例如购买国债。如果公司购买某家公司的股票是因为这家公司与自己经营的业务非常相似，控制这家公司有利于实现自己的资源整合，那么这种购买股票的行为也可以视为“扩张”。考察公司投资现金流出主要考察这些现金的流出是否有利于增加公司的业务规模和竞争能力的提升，如果这些投资现金流出有利于公司业务规模的扩张和实现股东利润的最大化，那么无论是实体投资还是购买相关公司的股票都是公司成长的体现。如果公司投资现金流出购买的是一些与公司业务无关的有价证券，那么尽管流出的规模很大也不能视为公司成长性的特征，例如公司购买很多国债。

表 10-88 乐视网 2015 年现金流量表 单位（亿元）

项目	本期发生额	上期发生额
一、经营活动产生的现金流量		
经营活动产生的现金流入	101.6	58.3
经营活动产生的现金流出	92.8	57.3
经营活动产生的现金流量净额	8.8	2.3
二、投资活动产生的现金流量		
收回投资收到的现金	0.6	0.8
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金流量净额	0.0	0.0
投资活动现金流入小计	0.6	0.8
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28.1	12.7
投资支付的现金	1.4	0.9
支付其他与投资活动有关的现金	0.9	0.0
投资活动产生的现金流出小计	30.4	16.0
投资活动产生的现金流量净额	–29.8	–15.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	本期发生额	上期发生额
三、筹资活动产生的现金流量		
筹资现金流入小计	113.9	30.8
筹资活动现金流出小计	70.3	19.3
筹资现金流量净额	43.7	11.5
现金及现金等价物净增加额	22.7	-13.8

（注：数据来源于 2015 年乐视网年报）

乐视网 2015 年投资活动现金流出 30.4 亿元，而公司 2014 年末的总资产为 88.5 亿元，投资活动现金流出占总资产的比重为 34.4%。2015 年乐视网在所有投资项目中，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金就高达 28.1 亿元，占投资现金流出的 92.4%，这项投资是有利于公司业务规模的扩张的。近些年来，乐视网都处于不断地扩张当中，公司确实有很高的成长性，因此公司的股票价格大涨。乐视网经过复权处理之后股价从 2013 年的 60 元每股上涨到 2015 年的 1029 元每股，上涨幅度高达 1615%。由于公司扩张的速度很快，因此股票价格上涨的速度也一样快，高成长导致公司股票高价格，就目前来说乐视网股价已经缺乏好的投资机会，因为到 2015 年末公司股价已经是每股净资产的 27.79 倍，极度的乐观导致公司的股价泡沫不断被吹大。

通常成长性高的公司股票价格也会高一些，例如乐视网。公司成长性高，证明公司未来给股东的投资回报会增长得很快，因此投资者会赋予公司股票相当高的价格。对于投资者来说，投资成长性好的企业前提是股价不存在明显的泡沫，乐视网尽管公司的成长性非常好，但是由于 2015 年公司股价过高也会使其失去很好的投资机会。公司成长性再怎么好，只要公司的股价高于每股净资产的 5 倍就应该谨慎对待。如果公司每股价格高于每股净资产的 5 倍，证明投资该公司付出 1 元的成本还不能购买到公司 0.2 元的净资产。

如果公司投资现金流出很高，但投资的是一些与扩张公司业务无关的产品或者项目，那么不能说是公司的成长性好。聚飞光电 2014 年公司的总资产为 14.4 亿元，2015 年公司的投资现金流出为 17.7 亿元，其支付的结构性存款产品高达 16.3 亿元。聚飞光电投资现金流出占 2014 年总资产的 122.9%，而支付结构性存款产品款占投资现金流出的 92.1%。聚飞光电公司的经营业务是半导体，可是 16.3 亿元的投资现金流出并不会增加公司的业务规模，因此这种高投资现金流出并不是公司成长性好的体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司成长性好的先决条件是不断有大量新增投资，但并不代表公司新增投资导致现金流出量大就证明公司成长性好。公司投资现金流量净额长期为负时要考察公司投资现金流出的方向，考察公司新增的投资是否有利于公司业务规模的扩大，如果投资现金流出不利于公司业务规模的扩大，那么就不能证明公司的成长性好。公司进行扩张的前提是公司业务存在扩张空间，公司业务扩张的空间越大，那么公司成长的空间就会越大。小公司扩张的空间普遍比大公司大，因此小公司未来给股东的回报可能会很高，于是在中国股票市场小公司的股票价格普遍比较高。相反，大公司由于业务扩张的空间小，因此投资现金流出占总资产的比率也会小一些。

中国电建（2013 年）：
投资现金流量净额……………………………………–154 亿
总资产…………………………………………………2315 亿

中国电建投资现金流量净额的绝对值占总资产的 7%，中国电建本身就是一家庞大的公司，所以投资现金流量净额绝对值占总资产的比例不是很大也是很正常的。当公司规模已经很大时也就到了收割的时候，此时公司投资现金流入会比较大。当公司规模比较大的时候，公司的经营会不断增加公司的现金资产，为了合理利用公司的现金资产，那么公司可能会去购买一些金融资产，从而导致在投资现金流中“收回投资收到的现金”这一项目增加得很多。

当公司投资现金流中的某个项目发生突变，投资者需要去考察突变的原因，考察相关现金流的变动是否可持续，现金流的变动是否有利于公司利润的增长。公司在经营的过程中应该不断增加公司的业务规模实现股东利益的最大化，实现股东利益的最大化就是增加高利润项目的投资，撤出无效的投资。陕鼓动力 2015 年收回投资收到的现金为 111.5 亿元，而公司的总资产规模仅为 145.1 亿元，收回投资收到的现金就达到总资产的 76.8%。2015 年投资现金流量净额为 0.65 亿元，上年同期为 –12.7 亿元，现金流量净流入比上年同期增加 13.3 亿元，主要是上期进行资金结构调整，将更多的资金投入到增值管理业务中。在一些情况下，公司收回投资对公司是有利的，撤出低效投资增加高效投资有利于实现股东利益的最大化。

高速成长期的公司增加投资有利于公司的成长，但无论是成长期还是成熟期，撤出无效投资对公司的经营都是有利的。例如一汽夏利 2015 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金为 29.7 亿元，而同期公司的总资产为 59.0 亿元，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金与总资产之比高达 50.3%。投资活动现金流入增加的主要原因是向一汽股份转让产品开发中心整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体资产、动力总成制造部分相关资产收到现金。2015 年一汽夏利确实急需改善公司的财务结构，2015 年公司的每股净资产为 0.96 元，净利润为 0.2 亿元，营业利润为 -15.5 亿元，2014 年公司净利润为 -16.7 亿元。公司连续两年大幅亏损，2015 年公司净利润之所以为正是因为公司的营业外收入高达 15.8 亿元，其中处置非流动资产利得 7.4 亿元。经过连续 3 年的大幅度亏损，截至 2015 年公司的流动比率仅为 0.53，因此公司通过出售资产加速资金回流有利于改善公司的财务状况。

处于经营困境的公司急需资金回笼，处置落后资产有利于企业轻装上阵。对于优秀企业来说同样应该在高利润项目上尽可能地集中资源，尽可能地撤出低利润水平的投资项目。例如上海家化 2015 年公司的资产净利率为 40%，这是一个相当高的水平，上海家化占主营业务收入的日化产品毛利率高达 59.2%。尽管公司利润水平很高，但公司在 2015 年处置子公司江阴天江股权收到的现金高达 19.2 亿元，处置江阴天江股权与 2015 年公司总资产之比高达 23.5%。

因此无论对于什么样的公司来说都应该退出低效经营的项目，增加对高利润项目的投资。而对高利润项目的投资包括购买相关资产以及增加相关产品的产量，或者通过收购相关公司以及增加对相关子公司的投资都是扩张公司业务的方式。

*** 筹资现金流量分析 ***

公司的成长是以扩张作为先决条件的，而公司的扩张是需要资源的，公司扩张的资源可以来源于三个方面，一个是发行新股，第二个是举债，第三个是把上一个年度经营产生的利润作为扩张的资源。只要公司经营的利润水平足够高，把上一个年度产生的利润作为扩张的资源对股东来说是最好的，但是上一个年度产生的利润终究有限，很多时候不足以支撑公司规模的快速扩大，因此必须在发行股票和举债这两种方式中再选一个。发行股票对公司管理层来说不会有还债压力，但是会稀释公司每股收益。因此为了加速公司成长，增加投入生产的资源，那么公司应该合理举债。

表 10-89　2015 年乐视网筹资活动产生的现金流量　　单位（亿元）

项目	本期发生额	上期发生额
吸收投资收到的现金	0.5	4.2
取得借款收到的现金	90.5	26.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	本期发生额	上期发生额
收到其他与筹资活动有关的现金	4.0	
筹资活动现金流入小计	113.9	30.8
偿还债务支付的现金	67.5	17.4
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.4	1.6
支付其他与筹资活动有关的现金	1.3	0.3
筹资活动现金流出小计	70.3	19.3
筹资活动产生的现金流量净额	43.7	11.5

（注：数据来源于乐视网 2015 年年报）

乐视网公司是一家快速成长的公司，通过考察乐视网筹资现金流量表，发现 2015 年公司筹资活动产生现金流量净额为 43.7 亿元，同比增长 280%。公司扩张的速度越快需要的资金自然越多，所以乐视网筹资活动产生的现金流量净额是增加的。2015 年公司取得借款收到的现金为 90.5 亿元，同比增长 240%。由于公司高速成长急需资金，因此 2015 年 12 月 4 日，乐视网公司每股分红仅为 0.03 元，可公司的股价却高达 58.8 元每股，加上公司微薄的每股净资产，很明显公司的股价泡沫是相当大的。当公司处于扩张期时，不分红或者少分红对股东是有利的，但前提是这样的扩张能够支撑公司的每股净资产快速增长。

当筹资现金流入大于筹资现金流出，那么表示公司正在借债扩大经营，相反当公司筹资现金流出大于筹资流入，那么公司通常就是在偿还过去的债务。如果公司负债水平很高而公司经营利润水平又比较低，那么投资者就要担心公司的还债压力。五矿发展 2015 年偿还债务支付的现金为 358.3 亿元，而同年公司的总资产仅为 326.6 亿元，偿还债务支付现金是总资产的 1.1 倍。五矿发展 2015 年公司的资产负债率为 84.2%，其中流动负债为 247.3 亿元，总负债为 275.0 亿元。2015 年五矿发展的净利润为 –59.7 亿元，流动比率为 1.2 倍，整体来看公司面临严重的财务问题。

当公司筹资现金持续流出时投资者需要考察公司的负债情况，如公司资产负债率很高，而公司的利润水平很低，那么就不要投资该公司。如果公司资产负债率很高，但同时公司的利润水平也很高，只要公司的利润水平可以保障公司的债务安全，那么筹资现金持续流出不会有太大问题，反而会降低公司的杠杆水平，减轻公司经营的财务压力。对于一家企业来说，当利率下降时公司应该借债，让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹资现金流入加大，通过扩大投资增加公司的利润水平；当利率上升时公司应该还债，让筹资现金流出增加，从而降低公司的财务成本。

第 9 节　公司经营发展能力

对公司财务报表进行分析的目的是了解公司，寻找优质公司和价值低估的股票进行投资。看财报是手段，寻找优质公司是目的。优质公司有共同的特点，那就是随着时间的推移，优秀公司的净资产和总资产会快速增长，随着公司的壮大，营业收入和经营利润也会稳步上升。好公司的资产、利润和营业收入增长是同步的，如果公司资产规模增加而营业收入不增加，那么这种资产规模的增加就不可持续。如果公司资产规模进入到稳定状态，那么公司的营业收入也会进入到稳定状态，因为公司投入的资源不增加，那么产出就不会增加。

表 10-90　平安银行业绩增长表

时间	营业收入同比增长（%）	营业利润同比增长（%）	净利润同比增长（%）	总资产同比增长（%）	净资产同比增长（%）
2007 年	38.24	–	87.68	–	–
2008 年	34.29	–	–76.83	–	–
2009 年	4.14	–	719.29	–	–
2010 年	19.24	–	24.91	–	–
2011 年	64.94	–	64.55	–	–
2012 年	34.09	–	30.39	–	–
2013 年	31.30	13.75	13.64	17.75	32.17
2014 年	40.66	31.53	30.01	15.58	16.83
2015 年	31.00	10.09	10.42	14.67	23.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如近些年来平安银行的营业收入是稳步高速上涨的，而且净利润增长的速度也非常快，因此平安银行的业绩可以支持公司的净资产快速增长。2007 年平安银行的每股净资产为 5.67 元，而到 2015 年平安银行的每股净资产就上涨到 11.29 元。

无论是公司的业绩还是经营环境的变化，任何因素对股价的影响实质都是通过对每股净资产的影响来实现的。如果一个因素对每股净资产的影响是正面的，那么就算利好因素，如果一个因素对每股净资产的影响是负面的，那么就是利空因素。随着净资产的增长，总资产必然会增长，因为就算公司不断地削减负债从而导致总资产一时间没能跟上净资产的增长，但只要公司的负债削减为 0，总资产依然会跟随净资产增长。由于影响股价最直接的是净资产，因此股民考察最为关注的也是净资产。如果只关注总资产的增长情况，那么公司的业绩不增长总资产也可能增加，因为只要负债增长得足够快就可以了。例如平顶山天安煤业股份有限公司 2014 年公司的总资产和净资产分别为 314.52 亿元、121.21 亿元，而到 2015 年公司的总资产和净资产分别为 354.13 亿元、99.46 亿元。天安煤业是一家煤炭开采公司，2015 年公司的净利润为 –21.41 亿元，尽管 2015 年总资产相比于 2014 年有所增长，但公司的所有者权益是下降的。公司总资产之所以上升就是负债增加带来的，2014 年公司的总负债为 193.31 亿元，而 2015 年公司的负债高达 254.67 亿元。如果公司资产的增加是负债带来的，那么这种增长是不可维持的，因为总有一天会增长不起的。而如果总资产增长下滑而净资产快速增长，那么出现这种资产增长背离只会是短暂的。

资产增加就是投资者投资的增值，对于投资者来说，投资的目的是实现资产的保值和增值，增值是要在保值的基础上实现的。如果一项资产不能够维持它的稳定，那么也就谈不上去投资它。一项资产实现保值的条件是资产货币价值上涨的速度要等于物价上涨的速度，如果资产要实现增值，首先公司净资产的增速长期要能跑赢 CPI 指数。而公司净资产增速跑赢 CPI 指数的前提条件是净资产收益率要高于 CPI 指数的年均涨幅，通常情况下 CPI 指数年均增长在 3% 附近是合理的，那么对投资者来说投资的公司净资产收益率只有高于 3% 才能实现资产的保值，一般情况下同比增速也应该超过 CPI 指数才能实现保值。

长期来看通货适度贬值对执政者有利，因为能促进经济的发展，提升执政者的政绩，而短时间又很少让人民发现自己手中的财富在缩水。因此政府和权威的经济学家会大力地宣扬适度的通货膨胀有利于经济的发展，货币幻觉会增加人民的幸福感，而事实上通货膨胀是在进行财富的重新分配。通货膨胀在对固定收入者征收货币税，而对于资产持有者来说他们通常可以实现保值增值。通货膨胀对固定收入者不利，在一定时间内，固定收入者的工资是不变的，但是货币正在悄然地贬值，财富正在悄然地缩水。通货膨胀对资产持有者通常较为有利，因为持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有资产通过资产价格的上涨通常可以实现保值增值，并且从资产价格上涨中受益，这也是投资股票的目的之一。持有资产的人通常会因为通货膨胀变得富有，持有现金的会因为通货膨胀变得贫穷。而且通常持有资产的人都是有钱人，贫穷的人很少有什么资产，所以通货膨胀通常导致贫穷的人受害最严重，因为他们缺乏保值工具，也很少去持有资产，所以通货膨胀很多时候就成了一个劫贫济富的过程。

购买股票的目的之一就是实现资产的保值和增值，而购买股票是普通大众都可以做的事，因为再穷的人都能够参与，因此股票是一个大众理财产品，能够有效防止通货膨胀对财富的稀释。

对于不同的人群，投资股票的需求并不一样，例如穷人本来就没有多少资产，那么投资的意愿就不强，很多时候购买股票就是“赚一把快钱”冲动导致的结果。所以散户多了，股票市场投机性就强，因为散户多了，而每个散户基本又没有什么资产保值和增值的必要。所以成熟的资本市场主张投资共同基金，资金聚集成为一股庞大的资本，那么资产保值增值就显得十分必要。但对于穷人来说，如果本身没有多少资产，那么无论是投资股票还是投资共同基金，其实意义都一样。实际上资金少不是投机的理由，投资者不应该因为资金少而不顾上市公司质量。

投资者的投资不光是要实现资产的保值，同时还要取得投资收益。投资者投资取得合理的投资回报条件是投资回报率高于社会一般投资回报水平，也即是说分红加上净资产增长的部分与上一个年度的净资产之比至少要高于市场利率。对于投资者来说，要想长期取得高于社会一般投资回报水平的回报，那么投资的公司要有足够高的利润水平，公司资产净利率要尽可能地高于市场利率。而维持这种高利润的前提条件是公司经营存在很高的业务壁垒。例如贵州茅台由于业绩很好，并且公司经营有很强的业务壁垒，所以可以拉动净资产增速在很多年份以两位数的速度增长，2013 年贵州茅台净资产增长率为 24.81%，2014 年净资产增长率为 25.36%，2015 年净资产增速为 19.64%。

在 21 世纪初，由于通货膨胀率比较低，所以实现资产保值实际上是很容易的。例如通货膨胀率为 3%，那么寻找净资产增速长期稳定在 3% 以上的公司是很容易的。如果说要让资金投资的收益水平比一般人的高，那么只要投资收益率高于市场利率实际上就已经可以了，假设市场利率在 6% 附近，那么投资者就寻找净资产增速长期在 6% 以上的公司进行投资。虽然说市场利率实际上很难精确衡量，但是在 21 世纪初如果一家公司净资产增速长期都超过 10%，那么毫无疑问公司的资产增值速度是很快的，实际上就算是长期维持在 15% 以上净资产增速的公司也是不难发现的，投资者要尽量选择那些净资产稳步高速增长的公司进行投资，另外这种稳步高速增长必须是由公司业绩带来的，而不是其他因素。

投资带来资产增值的部分就是投资的收益，而公司净资产的增速通常是不稳定的，因为公司的营业是不稳定的。在这样的情况下应该选择比较差的年份来衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量公司净资产的增速，既然差的年景股票都值得投资，那么好的年景就不会有太大问题。但如果公司净资产增速发生突变，那么投资者需要考察这种突变的原因，看净资产增速突然的上升或者下降是否可持续，或者这种变化是否有利于公司的经营并且是否有利于投资者。例如文投控股股份有限公司 2015 年净资产同比增长 10491.6%，显然文投控股的净资产增长发生了突变，2014 年公司的净资产同比增长为 –486.8%，因此不能认为公司 2015 年净资产的大幅上涨就是公司业绩好的表现。相反，文投控股公司的业绩相当糟糕，2014 年公司净利润 –0.5 亿元，每股收益 –0.2 元，每股净资产 –0.2 元，流动比率仅为 0.34，距离 2 的标准还存在相当大的距离。公司净资产大幅度增长的原因是有资产重组，也是因为资产重组的原因，公司经营情况才有稍微改善，但资产重组对以后公司的影响还有待考察。所以当公司净资产大幅增加时我们需要关注是什么原因导致其大幅上涨，如果是来自于公司经营环境的大幅改善，那么是投资者最乐意看到的，同时还要注意这样的有利条件是否具有可持续性。净资产增长的原动力是公司经营的业绩，除此之外其他导致净资产上涨的原因都不具备可持续性。

业绩是公司净资产增长的核心引擎，如果说公司的业绩不再增长，那么公司的净资产会不会停止增长？事实上就算公司的营业收入增长停滞，公司的净资产还是可以继续上涨的。因为只要公司持续经营，就算营业收入不增长，那么公司的经营还是会有利润产生的。只要公司经营有利润产生，并且这些利润不完全分配，那么公司的净资产一样是可以增长的。只不过由于公司净资产的不断增加，当分母越来越大而分子却不变的情况下公司的净资产增速会越来越小。对于投资者来说，只要公司营业收入增长的速度能够为净资产增长提供足够的动力，那么这家公司就是值得投资的公司，因为这种净资产的快速增长最终会体现在公司股票快速上涨上来。

投资应该竭力避开营业收入增长率大幅下滑和净利润增速大幅下滑的公司，因为这些公司经营要么是已经到达饱和状态，要么就是公司的经营环境正在恶化。考察公司营业收入和净资产增长的可持续性更多时候要从定性分析来进行。当公司营业收入、净利润和净资产都在稳定增长，而且公司也正处于一个优良的经营环境中，那么就要去估计这样的有利经营环境是否还能持续或者还能持续多久。这些都需要定性分析，这就不是通过数据指标就能得出结论的。正因为有感性因素和定性分析的存在，这才让投资不光是数学问题，同时也是艺术问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 节 每股指标

在对股票财务分析即将结束之际，有必要选择重要财务数据与股价进行对比，尽可能简单地运用财务数据，一来方便寻找优质公司进行投资，二来有助于寻找低价股。大方向可以这么来分析，公司质量好不好可以考察公司的资产净利率是否足够高，公司经营财务安全问题可以看公司的流动比率、速动比率和利息保障倍数，公司的股票价格是否存在很大泡沫可以查看每股净资。投资收益水平的高低可以查看股东投资回报水平。投资者可以按照自己的需要来分析每股财务指标，从而达到股价与相关财务指标进行对比的目的。

由于股价是公司每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，因此股价与每股净资产呈正相关。抛开投机性较强的小盘股不谈，如果考察 2016 年 8 月 27 日风格板块里的大盘股价与每股净资产的相关系数，发现股价与每股净资产的相关系数高达 0.7120。从股票最根本的原理上来说，如果没有公司，那么也就没有股票；如果没有资产，那么也就没有公司。所谓的市值指的是公司的价值，所谓公司的价值就是公司资产的价值，因此股价反映的是公司资产的价格，这就是股价与每股净资产呈正相关的本源。

如果说股价是每股净资产的价格，那么按道理来说在每股净资产相同的情况之下，每股价格越低就越好。但实际上情况并没有这么简单，例如有的股票尽管价格比每股净资产还低，但并不见得就值得投资。2016 年 6 月 24 日鞍钢股份股价为 3.68 元每股，而公司 2016 年第二季度的每股净资产为 6.02 元。从价格与净资产的对比来看鞍钢股份价格比每股净资产还低，如果按照股价与每股净资产的关系来看公司股票非常具有投资价值。但是如果考察公司 2015 年净利润的情况发现，2015 年公司的净利润为 –46 亿元，公司的每股收益为 –0.64 元。2015 年公司净资产同比增长 –9.46%。如果按照这样的亏损持续下去，那么必然导致公司的每股净资产不断下降，当每股净资产下降到 3 元以下，那么当初 3.68 元的价格就不算破净了。因此股票是否值得投资不光要看公司股票价格是否与每股净资产相比很低，股票的投资价值还与公司的经营业绩有关。

如果我们单单考察同一时点价格与每股净资产的关系，那么可能就会出现鞍钢股份这样的例子。我们选择股价尽可能低的同时，还要选择每股净资产是在快速增长的股票。如果公司每股净资产是快速增长的，那么股价高一些又有什么关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系？例如 2008 年贵州茅台每股净资产为 11.91 元，股价为 108.7 元，按照这时的股票价格来说贵州茅台的股价是高的。可是到 2015 年贵州茅台的每股净资产高达 50.89 元，如果按照 2015 年每股净资产的水平来说，那么 108.7 元每股的价格是不高的。因此在考察每股价格与每股净资产的关系时考察每股净资产增长的情况很重要，值得投资的股票不光每股价格相比于每股净资产要低，同时每股净资产增长的速度也要快。如果公司每股净资产增速很快，而且股价相比于每股净资产来说很低，那么公司就是非常值得投资的公司。例如 2014 年初五粮液每股价格最低时达到 14.33 元，而 2013 年公司每股净资产高达 9.51 元，并且五粮液每股净资产是呈现高速增长的。从 2007 年到 2013 年五粮液每股净资产平均增速为 24.76%，因此五粮液公司股票在 2014 年初是非常值得投资的股票之一。所以衡量股价与每股净资产的关系分为横向比较和纵向比较，横向比较就是比较同一个时点股价与每股净资产的关系，纵向比较关键就在于分析每股净资产历年的变化。

衡量价格与价值的关系就是从衡量股价与每股净资产的关系入手，这样做的核心是寻找价格低估的股票。但是如果仅仅是价格低估还不行，如果公司质量不好，那么就算价格低估也不见得值得投资。因此除了分析股价与每股净资产的关系还要分析公司收益问题，而分析收益问题投资者可从每股收益来考察。

在购买一家公司股票时投资者付出的代价是价格，而当成为公司股东之后，投资者每购买一股股票的回报是在经过公司经营之后获得了每股收益。如果每股收益与成本之比很高，那么投资就是划算的。在成本一样的情况下，每股收益越高越好，在每股收益一样的情况下每股价格越低越好。例如 2014 年建设银行的每股收益为 0.91 元，而 2013 年建设银行的每股价格为 4.14 元。如果投资者在 2013 年以 4.14 元的价格买入建设银行股票，那么经过建设银行 1 年的经营之后投资者每股获得了 0.91 元的收益，那么在 2014 年投资者的投资收益率就是 21.98%（0.91/4.14），收益实际上是非常高的。

如果单单考察某个时间点价格与每股收益的关系，那么可能会得出错误的结论，因为每股收益有可能会发生突变。例如 2015 年恺英网络每股收益为 1.17 元，而 2014 年每股价格为 14.41 元。如果说投资者 2014 年以每股 14.41 元的价格买入恺英网络，那么一年之后获得每股 1.17 元的收益，那么也就是说投资收益率高达 8.12%，如果按照这样的计算，那么公司股票的投资价值是比较高的。可是投资者只要仔细考察，其实公司除了 2015 年外其他年份每股收益基本都在 1 元以下，因此正常情况下不能用非正常的每股收益来衡量股票的投资价值。因此在分析每股收益与每股价格时除了进行横向分析之外还要进行纵向分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-91 恺英网络历年每股收益

时间（年）	每股收益（元）
2007	0.52
2008	0.78
2009	0.56
2010	0.56
2011	0.45
2012	0.35
2013	0.03
2014	–0.3
2015	1.17

表 10-92 贵州茅台每股指标 单位（元）

时间（年）	每股收益	每股净资产	每股未分配利润	每股负债	每股流动资产	每股现金资产	每股分红	每股营业收入	每股价格
2007	3.00	8.72	5.38	--	--	--	0.84	7.70	230.0
2008	4.03	11.91	8.40	4.52	12.98	8.60	1.16	8.76	108.7
2009	4.57	15.33	11.19	5.45	16.7	10.36	1.19	10.29	169.8
2010	5.35	19.49	14.73	7.49	21.60	13.72	2.30	12.34	183.9
2011	8.44	24.07	19.20	9.14	26.73	17.60	4.00	17.69	193.3
2012	12.82	32.89	27.65	9.17	34.81	21.25	6.42	25.48	209.0
2013	14.58	41.06	34.65	10.87	40.29	24.23	4.37	29.71	128.4
2014	13.44	46.79	39.90	9.30	41.75	24.30	4.37	27.72	198.6
2015	12.34	50.89	43.69	15.95	51.59	29.21	6.17	25.95	218.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10–93　2015 年 12 月 31 日贵州茅台公司基本财务指标

资产净利率	25.0%
资产负债率	23.3%
流动资产比率	75.3%
流动比率	3.24
分红比例	50.0%
分红收益	2.8%
股东投资回报率	5.7%
股东资产获得率	23.3%
市销率	8.4
市盈率	17.5
市净率	4.3

从各项财务数据来看贵州茅台是一家质量非常好的公司，每股价格随着公司的每股净资产、每股收益、每股分红、每股营业收入和每股未分配利润稳定高速的增加而上涨。考察公司的每股指标并不限于表中的项目，投资者可以按照自己的需求考察公司的各项每股资产，例如考察每股存货、每股应收账款、每股可出售金融资产等等。如果只需要大致了解公司盈利能力是否足够好，那么查看公司的资产净利率就可以。如果要考察公司的股价是否足够低，那么考察公司的每股净资产就够了。如果要考察股东投资收益是否足够高，那么考察公司的每股收益就可以了。通常只要公司股价偏离每股净资产不是太高，例如股价不到每股净资产的 2 倍，那么基本可以确认公司股票并没有太高的泡沫，购买这家公司股票应该不会有太大问题。如果公司股东投资回报率高于市场利率，那么至少投资者的投资收益水平就不会太低。如果公司的资产净利率远高于市场利率，那么足以证明公司经营的利润水平很较高。如果公司同时具备以上几个条件，那么基本可以确认公司的股票值得购买。

表 10–94　五粮液每股指标

	2011 年	2012 年	2013 年
每股收益（元）	1.62	2.62	2.10
每股净资产（元）	6.09	8.20	9.50
每股红利（元）	0.5	0.8	0.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-95 泸州老窖每股指标

	2011 年	2012 年	2013 年
每股收益（元）	2.08	3.14	2.14
每股净资产（元）	5.14	6.94	7.54
每股红利（元）	1.4	1.8	1.3

在2013年12月五粮液股价大概为17元，17元就是投资者愿意为每股收益2.1元付出的代价，同期每股净资产为9.5元，股东投资收益率高达12.4%。在2012年五粮液股份有限公司的每股净资产同比增长了35%，而同年泸州老窖股份有限公司的每股净资产同比同样也增长了35%。在2013年五粮液股份有限公司的每股净资产同比增长16%，而同年泸州老窖股份有限公司的每股净资产同比增长了9%。发生同比增速下滑的原因很大一部分来自于2012年以来酒类消费开始下滑，很多白酒生产企业业绩都有相应的下滑。

假如因为说泸州老窖每股分红大大地高于五粮液股份有限公司就得出泸州老窖比五粮液股份有限公司更具有投资价值的结论，那么这不是正确的。通过第一次的计算我们可以看到五粮液和泸州老窖在2012年的每股净资产增速都达到了35%，但是当我们假设公司不分红，把红利加入到净资产中之后我们发现五粮液股份有限公司的每股净资产增长了37%，而泸州老窖股份有限公司则增长了34%。更让人惊讶的是在2013年把每股红利加入到每股净资产中去之后，五粮液股份有限公司的每股净资产增速从第一次计算的16%修正为了13%，而泸州老窖股份有限公司的则仅仅为1%。做这样的修正之后发现泸州老窖股份有限公司的每股净资产增速比想象中的波动要大。

当我们把每股红利加入到每股净资产中时发现中泸州老窖的变化会更大，因为泸州老窖股份有限公司的每股红利要比五粮液的大得多。例如在2011年，五粮液股份有限公司的每股收益为1.62元，每股红利为0.5元，也就是说公司在这一年从收益中拿出了31%的利润来分给投资者。同样的情况在2011年泸州老窖股份有限公司的每股收益为2.08元，每股分红为1.4元，也就是说公司在这一年从收益中拿出了67%来分给了投资者。从这里可以看到泸州老窖股份有限公司是一家慷慨的公司，但是很多时候过高的分红是会损坏公司的积累的。

通常认为每股分红占每股收益在30%到70%都是比较合理的范围，当公司经营稳定时偏低的分红可以让公司每年的分红保持在稳定的范围，因为公司有这样的实力。例如一家经营稳定的公司，每年保持每股1元分红，而且公司每年每股收益为5元，这样公司每股分红仅为每股收益的20%，我们有理由相信公司有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力维持这样的分红。但假如公司每年维持4元而不是1元的分红，也就是说每股分红是每股收益的80%。对应如此高的分红，公司的股票价格可能会比较高，以此来维持合理的股息收益率。但如果公司每股收益下滑，例如每股收益下滑到2元，那么公司就很难再维持每股4元的高分红。每股分红占公司每股收益越高，那么公司维持这样高分红的难度就会越大。一家分红占收益20%的公司，假设下一年度每股收益大降，那么公司也有能力维持原有分红水平。通常公司每股分红越稳定，那么股票价格也越稳定。假如一家公司分红波动极大或者不分红，那么这样的股票投机性通常也会变得很强。

公司是否优秀我们可以从公司的每股收益变动情况中看出，假如公司每股收益伴随公司每股净资产快速稳定地增长，那么这就是一家优秀的公司。同样，当公司每股收益发生突变时要考察这种突变的原因，考察这种变化是否会长期持续下去。如果公司是通过缩股来提升每股收益的，那么这种每股收益的提升并不会给股东带来实质的收益。公司的管理层为了让公司的经营业绩变得更好看，虽然已经没法提高公司的净利润，但是可以通过大量回购股票的方式缩减股本，这样每股收益自然也就可以提高，但并没有增加公司的利润规模。例如公司用自有资金加上大量地向银行借款来回购公司股票，这样的策略就可以大大地缩减股本，从而使每股收益大大提高，但事实上公司的利润还是和过去一样。因此投资者应注意每股指标的突变。

第11节　最好的回报

投资者购买公司的股票就是公司的股东，股东才是公司的实际拥有者。投资者投资了公司，公司拿着投资者的钱进行投资，获取利润之后再把利润分给投资者，而利润就是投资者投资的回报。公司给股东的投资回报有两种，一是分红，二是让公司的每股净资产不断地增加。但无论是哪种方式，公司对股东的回报能力是内生于公司的业绩的，与公司的分红政策无关。如果投资者想要资本快速积累，那么利用公司的分红继续增持公司的股票就得了。如果投资者想要分红，那么卖出想要同等红利数额的股票就是了。

公司应该用如下方式来回报投资者，首先公司在成长期时应该尽快扩张，让公司的资产规模快速增长，加速资本积累，让公司的每股净资产不断上升。如果扩张资金不足，公司应该合理举债。因此在扩张期，公司不该给投资者分红或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该少分红。市场普遍认为不分红公司的股票就像一张白纸，一文不值。实际上股票的本质是一种所有权凭证，如果公司质量很好，那么虽然说公司不分红，但是属于投资者的资产却是在不断增加的。例如伯克希尔公司也不分红，但股价能从几十美元上涨到 2015 年的 20 多万美元一股，而且这种上涨未来很可能还会继续，因此公司的质量并不决定于公司的红利政策。当公司完成了扩张，规模变得非常庞大，继续扩张已经变得很困难，此时就是公司回报投资者的时候。这一时期的公司经营积累了很多资金，当资金继续保留在公司只会导致资源低效利用的时候公司就不应该再持有大量资金。此时公司应该利用多余的资金回购公司的股票，伴随公司不断地回购股票，公司的每股净资产会不断增厚，而公司股价会被不断增厚的净资产推高，股价的上涨就是公司回报股东的最好方式。如果公司选择的不是回购股票而是分红，首先分红中的红利来自公司的利润，公司需要为此交税，投资者收到红利后还要为此交税，而回购股票就取到了很好的避税效应。

当公司经营业务饱和而且公司规模很大的时候公司经营通常会导致很多资金流入公司，对于最初的投资者来说此时已经到了收割季节，而上市公司回报投资则的方式无非就是分红或者高价回购股票。实际上高价回购股票对投资者来说是很有利的，因为可以不断提升公司的每股净资产和每股收益。2015 年格力电器拥有货币资金 888.20 亿元，公司的股本为 60.16 亿股，净利润为 126.24 亿元，每股收益为 2.08 元，2015 年公司股价为 22.35 元每股。我们可以做一个假设，假设公司把所有的货币资金用于回购公司股票，在不考虑价格波动的情况下那么大概可以回购 39.74 亿股，那么剩余股本为 20.42 亿股，回购股票之后公司的每股收益就可以提升到 6.18 元。因此如果公司在成熟期不断回购股票，那么在经营稳定的情况下会不断推高每股收益和每股净资产，而每股收益和每股净资产的提高又会不断推高每股价格。对于投资者来说，股价的不断上涨就是最好的回报。

股票投资者的收益与上市公司的质量紧绑在一起，对于股票投资者来说，公司经营带有很高的不确定性，因此股票投资的回报也会有很高的不确定性。投资者不能准确地计算未来投资股票的收益会是多少，但这也成了股票投资的魅力，虽然投资者不能准确计算投资收益，但可以大体感受到公司回报投资者的能力。对于投资者来说，只要以合理的价格投资优质的股票，那么长期必然会带来优质的回报。

好公司就是那些家喻户晓的公司，如果一家公司很少有人知道，投资者甚至不知道公司的业务具体是做什么，那么投资风险往往是比较大的。很多时候大家对公司都不了解会形成很好的投资机会，因为对公司了解的程度越低，那么对公司股价进行错误估值的可能性就会越大，估值错误的可能性越大，那么就有可能存在优越的投资机会。确实大家对公司的不了解会形成好的投资机会，但是对公司的不了解也必然会增加投资的风险。为了保险起见，投资者可以选择购买那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上公认的好公司股票。例如发现市场上的格力空调好，人们都很喜欢，而且发现格力电器的股票价格也不高，那么买入持有就是了。以合理价格购买这些知名好公司的股票是有很多优势的：第一是投资者对公司的了解很充分，知根知底的投资方式可以增加投资者的信心；第二是伴随时间的推移，好公司的经营会不断增厚公司的每股净资产，而每股净资产的增长必然会推高公司的股价，因此好公司的股票长期来看是会上涨的；第三是在股票投资的过程中经常会出现价值错误估计和股票非理性下跌的情形，对于这些知名优质公司来说人们对公司的了解是充分的，那么价值一旦被低估，这种价值低估状态很快就会被市场拉回到合理状态，这样投资者很少需要忍受长期被套的痛苦。如果公司是一家不知名的公司，尽管公司质量比较好，而且公司股价存在低估。但是由于人们对公司缺乏了解，所以这种低估可能会长期持续下去，那么投资者可能就会面临长期的套牢风险。因此投资者投资知名公司股票是有优势的。很多人买股票亏损并不是因为他们缺乏辨别优质公司的能力，而是缺乏投资优质公司的观念和坚持持有优质公司股票的意志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　固定收益类资产投资

第 1 节　固定收益类资产投资的安全性

相比于股票投资来说固定收益类产品能够明确的预知到最后的投资回报，因此固定收益类资产投资很多情况下被视为安全的投资产品，例如说某只国债的票面利率为 4%，价格为 100 元每张，那么假设投资者投资 100 元，他知道一年获得的收益是 4 元，这种收益预先他是可以知道的，所以这种投资看起来很安全。但实际上可以准确预知到期回报也不见得是安全的投资产品，投资收益不确定性高的资产也未必就是高风险的投资产品。投资的安全性决定于标的资产的质量，而不是收益承诺。投资固定收益类资产就等于放弃高额不确定的投资回报，因此对固定收益资产投资的安全性应该有严格的要求。如果某种固定收益类产品的风险很大但收益率很高，可能连本金也收不回来，那么这是不值得投资的，因为投资固定收益类产品的主要目的就是规避不确定性风险。所以既然选择固定收益类产品进行投资，那么就需要把安全放在第一位。

人们通常会认为银行存款是最安全的投资方式，其次是购买债券，然后是股票，教科书上也是这样说的。购买债券的安全性体现在两个方面，第一是收益确定，第二是有优先偿还权。优先偿还权是说如果公司破产，那么公司首先要偿还债权人的债务，然后才与股票投资者分剩余的资产，所以债券投资者相比于股票投资者来说具有优先权。债券投资又分为很多种，例如地方债、企业债、可转债以及国债等，按照偿还优先权区分还可以分为普通债券和次级债券等等，普通债和次级债的区别是说如果公司破产，那么首先公司先偿还普通债券持有者的债务，然后如果还有剩余，那么再偿还次级债的债务。但无论是什么样的债券，实际上其安全性决定于发行主体的还款能力，而不是债券的类别。普遍认为国债是最安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全的投资，但假如一个国家的政权不稳，那么其国债的投资安全程度还比不上外国一家大公司的债券。另外如果公司的经营业绩很差，而且遇到严重的财务问题，那么公司的债券和公司的股票一样不安全。

为了保证公司债券的安全性，公司会发行拥有留置权的抵押债券，也就是说公司要拿出一部分资产来抵押，如果公司不按时还钱，那么债券投资者就可以拿这些资产去卖掉。但对投资者来说要的是稳定收益，而不是公司的抵押资产，投资者当然也不想去卖公司的资产。另外，如果公司盈利能力很强，那么公司的债券尽管没有任何抵押资产一样会很安全；如果公司盈利能力很差，那么资产抵押就是一种必要。

如果一个人想做投资而又对投资不了解，那么购买国债是理想的选择，国家的还债能力是以税收来做保障的，税收具有很高的稳定性。只要一个国家的经济和政府负债没有太大问题，那么投资这个国家的债券就不会有太大问题。对于企业债来说，投资者可以通过流动比率、速动比率和利息保障倍数来衡量债券的安全性，查看公司每年经营获取的利润是否足够偿还利息，公司经营利润足够偿还债务利息是考察债券投资安全性的底线。

第 2 节　固定收益资产类别

固定收益类资产投资的收益确定性来自于始资产发行人的承诺，而这种承诺的可靠程度决定于发行人的还款能力。市场上有很多不同类型的固定收益类产品。例如 2015 年企业债的票面利率普遍在 6% 附近，国债的票面利率普遍在 4% 附近，银行或者证券公司发行的理财产品收益率普遍也在 6% 附近，而一些互联网金融产品的收益率可高达 20% 以上。

对于借款者来说，还款能力越差，取得的贷款成本越大。对于放款者来说，还款能力越差，贷款收不回来的可能性越大，为了弥补贷款可能收不回来的损失，自然开出的利息条件就会越高。有的个人和企业由于急需资金但又不具备向银行贷款的条件，所以不得不接受苛刻的利率条件，这就是高利贷，这样的贷款利率有时可达 50% 以上。现在兴起的互联网金融是一个典型的例子，很多投资互联网金融的人可获得到达 20% 以上的收益，但他们必须面对本金有 100% 损失的风险，所以经常听到“跑路”的现象发生。很多 P2P 公司成立几个月就出现了资金流断裂，有家公司早上开业，下午就宣布破产。有一个名字叫作元一创投的网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷公司，2014 年 3 月 13 日上线，而 2014 年 3 月 15 日就出现跑路现象。由于互联网金融平台取得的资金成本非常高，于是贷款的利率就不能低。而接受高贷款利率的人基本都是还款能力差的，因此这些资金一旦贷出，基本就会成为有毒资产，极其容易导致投资者亏损。投资互联网金融的人获取 20% 以上确定收益的代价就是本金有可能收不回来，因此这种固定收益类资产并不见得比股票安全。因此投资固定收益类资产并不见得一定比投资价格经常波动的资产安全，投资的安全性决定于资产的质量而不是承诺或者其他的什么东西。就目前来看，贷款是一种稀缺资源，因此银行可以保持高额的利润水平，所以假设让利率市场化，那么这种资源的价格也就会随之水涨船高，直接体现很可能就是利率的上升。

对于个人来说很少把自己的资金进行放贷，原因是个人的资金规模小，放款成本大，因此不进行个人放贷是理性选择。过去不光是个人放贷的成本大，而且缺乏放贷渠道，而最近兴起的个人对个人的贷款方式为投资者提供了放款渠道，通过互联网平台降低了交易成本，但实际上依然存在很大风险，因为这种方式很难评估贷款的安全性。因此就目前来说投资者让资金生息的安全方式还是银行存款，定期存款利率一年期大概在 2%~3%，通过定期存款的方式获得的利息收益虽然低但安全。

对于个人来说尽管定期存款能够让资金生息，但依然很难实现资本的保值和增值，因为很多时候 CPI 涨幅是在 3% 附近，很多时候定期存款的收益低于 CPI 的涨幅，因此就不能实现保值。国际上普遍认为 CPI 涨幅在 3% 附近是有利于经济增长的，因此当 CPI 涨幅不足时，很多央行会大力地推出宽松的货币政策，甚至把利率调为负值，理由是通货膨胀不够快。投资的底线是要跑赢通货膨胀，所以定期存款并不是理想的投资方式，因为微薄的利息根本抵挡不住通货膨胀对财富的稀释。但对于大多数人来说存银行依然是理性选择，由于投资知识的缺乏把钱存银行还是最安全的投资方式，并且投资最需要的就是安全。尽管把钱存银行不能实现保值和增值，但让资金生息可以减轻通货膨胀对财富的侵蚀。另外很多时候人们把钱存入银行并不是以获取利息为目的，而是为了享受银行带来的金融服务，对于人们来说，这种金融服务也是投资的回报。

除了贷款和把钱存入银行的理财方式投资者还可以购买理财产品，投资理财产品的收益比定期存款的收益高，风险自然会大一些。但对于投资者来说，购买实力非常强的金融机构发行的理财产品是一种好的投资方式。如果对投资并不是很了解，那么购买银行理财产品既安全而且收益相对较高，很多银行理财产品收益率在 2015 年可到达 4% 到 8% 的水平，这样的收益水平可以在实现财富保值的基础上增值。购买理财产品指的是购买实力强的机构发行的理财产品，对于不知名的金融公司推销的理财产品投资者尽量不要去购买，高收益承诺是不能保证投资的安全的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把钱存入银行和购买理财产品都是间接的投资方式，人们还可以投资其他一些安全的金融资产，而且并不需要多少金融知识。例如购买国债，购买国债获得的利息收益大概可达 3% 到 5% 的水平，整体来看比银行定期存款要高，但购买国债的风险并不比存款的风险高。国债的安全性决定于一个国家的经济实力和政治的稳定性，如果一个国家经济实力很强，那么国债安全性是很高的，所以投资我国国债是一个安全的选择。如果一个国家的经济和政治都不稳定，那么存款和购买国债都一样不安全。人们认为购买国债的风险比存款的风险大，因为国债的价格是经常波动的，所以投资者的投资有亏损的可能。事实上假如投资者持有国债到期，那么获得的收益整体来看比存款还是要高的，如果担心国债价格波动导致资产缩水，那就是投机的思维。对于投资者来说如果国债价格下跌而国家经济和政治又没有出现太大问题，那么国债价格的下跌只会提升投资者的投资收益和降低投资的成本。当我们时常关注债券市场时经常会发行很多优质的投资机会。例如 2001 年记账式（七期）国债的票面利率为 4.26%，面值为 100 元，半年付息一次。21 国债（7）2004 年价格最低时为 85.11 元，此时收益率为 5%，到 2008 年价格最高涨到 113.45 元。

美国政府曾经因为债务过高而导致政府关门，希腊在 2009 年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到 12.7% 和 113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的 3% 和 60% 的上限，从而引发了债务危机。2013 年汽车之城底特律在背负 180 亿美元巨债的情况下申请破产。到 2016 年初，日本债务水平已经超过 GDP 的 200%。当政府负债过高时会危及国债的安全性，但并不代表政府负债高，那么国债就一定不安全。例如日本债务水平高，但国债实际上还是安全的投资品种。如果一个国家经济实力强大，那么负债水平高一些是没问题的；但如果一个国家经济实力不强，那么负债水平高可能就会危及经济的稳定。2006 年 3 月由于阿根廷国家到期债务不能偿还，在 76% 债权人同意之下，每 1 美元债务阿根廷偿还 34 美分。因此如果一个国家经济不够强大，那么其发行的债券可能也会不安全。如果一个国家的经济体量大、经济实力雄厚，那么尽管政府负债水平高也不会出现严重的财务问题，因为有足够的税收来保证债务的履行。例如日本尽管政府的负债率高，但经济并没有马上发生崩溃。

如果一个国家经济实力比较弱，那么其发行的债券可能还没有企业发行的债券安全。例如 2014 年通用汽车公司的收入达到 1914 亿美元，而这一收入水平超过了 148 个国家的 GDP。可见很多国家的经济规模还比不上一些大公司，如果是这样，那么这些大公司发行的债券比相关国家发行的债券还要安全。2005 年沃尔玛公司的收入为 2852 亿美元，公司的收入水平超过了同期撒哈拉以南非洲国家的 GDP 总和。因此并不是说任何国债都是安全的投资产品，也并不是说只要是国债就一定比企业债安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一家企业来说，如果购买公司的抵押债券，当公司还债发生问题之后债权人可以通过变卖抵押资产来收回贷款。可是对于一个国家来说如果不还钱是很难去惩罚这个国家的。在20世纪初，美国为了强迫委内瑞拉偿还国际债务，于是联合英国、德国还有意大利派遣一支海军远征委内瑞拉。可是现在如果一个国家说不还钱，那也不能派兵去占领这个国家，顶多只能是说下次不再借钱给这个国家。因此如果购买了一些国家的债券，当国家缺乏还债能力之后投资者的损失甚至可能比购买企业债券还要大，因为缺乏维权方式。

对于一个国家或者企业来说，举债应与还债的能力相匹配，还债能力越强那么允许的负债就可以高些。穷人尽管负债规模很小但是银行依然会怀疑对其贷款的安全性，富人尽管负债规模很大，但是银行对他们的贷款会被视为是安全的。一个国家的经济实力越强，那么看起来庞大的债务也是安全的，相反一个贫弱的国家尽管负债规模很小，但相对于整个国家来说可能却是不可承受的。

现代货币发行权都被政府所掌握，当政府发现自己不能偿还债务时可以通过印制钞票来还债。货币超发实际上是在进行财富的洗劫，因为印制钞票的成本往往不及钞票票面金额所代表财富的1%，通过印制钞票可以轻松地征收99%的铸币税。一战之后，德国的战败为德国背负了巨额的战争赔款，工业中心鲁尔区被占，战胜国毫不顾忌德国的赔款压力尽可能向德国索要赔款。德国只好开动印钞机来还款，导致马克购买力急剧下降。据说有一个小偷去偷别人家的篮子，发现篮子里有满满一篮子的钱，小偷只好把钱倒在水沟里，然后偷走篮子。如果家里要买煤来烧饭，那么不必这么麻烦，只要把买煤的钱当柴烧了饭就熟了。当时的德国纸币马克有的只印制了一面，这不是因不小心造成的，而是为了节约印钞成本。所以投资国家债券的前提是这个国家经济要稳定，而且政府的负债水平不要太高。如果身在一个经济和政治不稳定的国家，那么最好就不要投资，最好的方式是持有实物资产，例如黄金。

如果一个国家经济的质量是好的，投资者投资政府的债券事实上有很多选择，除了国债之外具有政府背景的债券还有地方债。国债是以一个国家的税收作为担保发行的债券，而地方债是以某个地方的税收作为担保发行的债券。无论是国家还是地方发行的债券，其安全性都决定于两个条件，一是这个地区的债务规模占GDP比率是否过大，二是这个地区的经济规模是否足够大。如果一个地区的经济质量足够好，那么这个地区发行的债券安全性不会亚于这个国家发行的债券的安全性，但很多时候由于是地方债的原因导致票面利率高于中央政府的债券，因此有时购买地方债比购买国债优越。

考察地方债安全性的指标有很多。例如在美国，地方政府要发行地方债券，要看这个地方经济实力的大小，这个地区在一定年限内政府是否出现过债务违约，还有根据这个地区人口的多少和这个地区的繁荣程度来决定是否准许发行。还债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力越强和经济实力越强那么能借到的债就越多，而且借款成本就越低，同时投资这样的债券也就越安全。通常经济实力强的地区发行的债券规模也会比较大，因为这些地区创造财富的能力大大超出其他地区，所以这些地区的人被允许背负债务的规模也可以大于其他地区。例如在我国，东部地区创造财富的能力要远远大于西部地区，但是东部地区的负债规模相比之下同样也要高出许多。例如有数据显示在 2013 年广东省的 GDP 为 6.23 万亿元，贵州地区仅为 8000 亿元，西藏地区更是仅为 800 亿元，广东省的 GDP 规模是贵州的 7.8 倍，是西藏的 77.9 倍。而在 2013 年广东省的负债规模为 1.01 万亿元，贵州为 6321 亿元，宁夏为 791 亿元。在全国负债规模中东部地区的占比就达 47.5%。负债的规模与还债能力的大小是成正相关的，还债能力往往由一个地区经济实力的大小和人口的多寡来决定。我国东部地区的人口密集程度远远地大于中西部地区，人口越多的地方经济实力往往越强，创造的财富也就越多，那么能够背负的债务也就会越多。

我们通常会看地方政府对其债券还本付息的记录来判断这样的债券投资是否安全，但事实上没有债务违约的地区发行的债券也未必真的安全。一个经济能力不强的地区发行的地方债也可能很长时期不发生违约，有的地方政府会努力保障每一期的债务都能够得到偿还，但这并不能表示该地区的经济实力就很强，也不能代表该地区发行的债券在未来都能得到偿还。相反，一个经济实力强的地区可能会因为经济问题在某个时间段发生债务违约，但并不能因此证明该地区以后发行的债券都不安全。在经济极其糟糕的时候依然如期地偿还投资者的本息，通常会认为这样的债券以后还是会这样，因为就算在最糟糕的年份政府依然如期履行了他的诺言。但事实上这并不是最好的评估方式，例如某政府债券一直以来保持着诚信的记录，但目前政府财务出现了严重的危机，那么政府债券并不会因为过去良好的还债记录而变得安全。往往一个经济实力不强的地区会想办法如期偿还债务来保证日后能够继续顺利地发行新债，那么这种勉力维持不违约的方式就是一种刻意为之，反而体现相关债券的不安全。同样如果一个地区的经济状况非常良好，那么这一地区发行的债券不会因为过去的违约记录而变得不安全。因此债券的安全性主要是由还债能力来决定的。

支撑政府债券安全性的是税收，支撑企业债券安全性的是公司经营的业绩。政府的税收和企业经营的业绩是相辅相成的，一荣俱荣，一损俱损。因为企业一旦经营困难，政府的税收也会跟着下降；企业业绩上升，政府的税收跟着上涨，政府税收的根本泉源在于企业。经济实力雄厚的地区往往有很多伟大的企业，因为大量的企业构成了某个地区的经济实体。相比于企业债来说，政府债券要安全许多，因为支撑政府债务的税收来源于无数的企业，当一家企业经营困难或者破产时对政府的税收通常不会有太大的影响。但假如投资者刚好购买到了这家经营困难企业的债券，那么就会出现大幅亏损。因此投资政府债券往往能规避掉很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非系统性风险，对政府债券影响过大的是经济危机、政治危机等系统性风险。

当作为政府税收来源的行业越是分散，那么政府财务的安全性就越高。相反，当政府的税收来源主要依赖于某个行业，那么就会像企业一样，一旦这个行业出现危机就会危及到政府的财务安全性。我国很多地区就出现了过多依赖某个产业的现象，例如山西在 2013 年煤炭行业税金总额达 566.6 亿元，占当地工业比重 62%，全省地税收入煤炭税收占到三成以上。煤炭经济带动了交通运输业、服务业的快速发展，仅太原铁路局货运量就占到全国的 14.6%。煤炭行业从业人员 104.15 万人，占到规模以上工业从业人员的 47.7%。所以煤炭价格的大跌就可能会严重地影响类似中国山西、德国鲁尔区这样的地方经济。正是基于这一点，鲁尔区过去也在努力寻求改革，寻求配套多元化的经济发展方式，希望改变对煤炭单一性的依赖。我们可以从俄罗斯对石油出口依赖的例子看到这样的经济脆弱性，当石油价格上涨时，俄罗斯的经济快速发展，当石油价格暴跌时经济就可能严重衰退。在 2014 年石油价格连续暴跌，很多学者认为石油价格跌破 70 美元一桶，俄罗斯将开始步入衰退。2014 年 6 月布伦特原油价格最高可达 113.92 美元每桶，而后来布伦特原油价格在 2016 年 1 月跌到了最低 29.54 美元一桶，原油价格的大跌严重损害了以出口原油为主的国家经济。

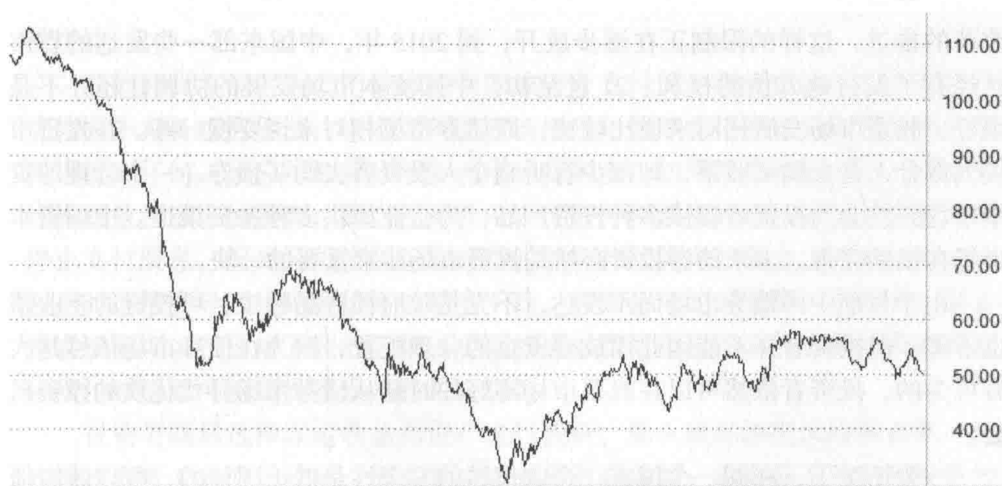


图 11-1　2014 年 6 月到 2016 年 6 月布伦特原油价格走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

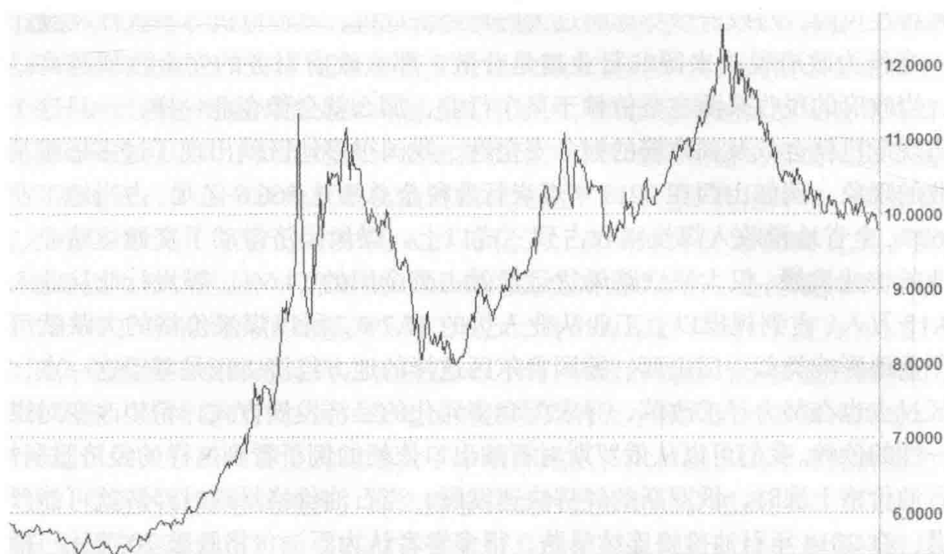


图 11-2　人民币卢布中间价 2014 年 1 月到 2016 年 6 月走势图

在中国，一直以来地方政府是不允许发债的，所以地方政府只能通过其他方式进行融资避开法律的限制，例如使用土地财政、BT、BOT 等方式。但伴随着改革的推进，这样的限制正在逐步放开，到 2015 年，中国东部一些发达的省市已经有了发行地方债的权利。21 世纪初，中国资本市场发展的协调性还并不是很好，股票市场发展相对来说比较快，而债券市场相对来说要慢一些。在投资市场大部分人会去购买股票，却很少有听到个人投资者去购买债券。一个合理的资本市场必然会为投资者提供多种投资产品，为企业提供多种融资渠道。中国资本市场在慢慢完善，未来债券投资必然是投资市场非常重要的一块。

由于目前中国债券市场尚不发达，不光是政府债券品种少，可投资的企业债也不多。但投资者并不能因此而放弃资金的合理配置，因为在债券市场依然是大有可为的，投资者依然可以在股票市场不好的时候从债券市场寻找优质的投资机会。

一般情况下，在同一个国家，企业债券的安全性是低于国债的，所以政府债券的利率通常要大大低于企业债券的票面利率。投资企业债券冒的风险比投资国债冒的风险大，所以企业筹集资金的成本通常也会高于政府。因此对于投资者来说投资企业债券通常获得的收益会高一些，只要公司业绩足够好，公司的流动比率、速动比率和利息保障倍数都很高，那么投资企业债券是值得的。另外如果企业债券拥有留置权，企业在发行债券的时候有足够多的抵押资产，那么债券的安全性也是有保障的。

支撑债券安全性的根本不是抵押物的价值或者其他承诺，企业债券安全性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大小是以发行主体还债能力的强弱来支撑的。在企业发行的债券中除了普通债券有时候还有次级债，由于次债的优先级低于普通债券，因此投资者往往对次债存在歧视心理，从而导致次债价格比较低或者票面利率比较高。但实际上只要公司盈利能力强，次级债与普通债券一样安全。因此如果发现公司次债价格严重低于普通债券，而公司的盈利能力足以保证公司债券的安全，那么当次级债收益率明显很高的时候投资次债是合理的。有的时候优质公司发行的次级债券比一般公司发行的普通债券还安全，因此投资者不要因为是次级债就产生歧视心理。

债券投资属于固定收益类资产投资，股票一样也有固定收益的，优先股可以视为固定收益类资产，因为公司承诺了股息。优先股的优先级低于债券，并且优先股股息的支付并没有债券那么严格，当公司经营业绩恶化的时候可能会停止支付优先股股息。由于优先股存在股息不能支付的风险，因此收益率通常也会高一些。同样，如果公司经营业绩足够好，那么优先股的股息是有保障的，因此在固定收益类资产中投资优质公司的优先股是有利的。对于一家公司的优先股，我们可以通过对其过往的股息支付情况来判断其稳定性，当一家公司在经营最困难时也能保持对优先股股息的支付，那么这样的股息支付是很有保障的。当公司曾经多次中断优先股股息的支付，那么这样的优先股价格通常会大幅波动，支付股息的时候价格上升，股息支付停止的时候价格下跌，这样的优先股通常带有很大的投机性。

我们同样不能因为公司曾经经营困难停止支付优先股股息就认定这家公司的优先股不具备投资价值，事实上我们应该把公司暂停支付股息当作很普通的事，因为没有任何一家公司敢保证不会出现经营困难。如果投资者担心公司停止支付优先股息所带来的损失，那么投资者可以投资可积累优先股。公司在经营困难时停止支付股息，但当公司恢复正常经营时即可补发优先股股息。当公司停止支付股息时通常会导致优先股价格大幅度下跌，假如公司的经营能力是好的，那么投资者反而可以在价格下跌的时候以更低的成本购买到公司的优先股，因此股息停止支付时反而可能是投资优先股的好时机。

投资者既然选择固定收益类资产进行投资，那么就应该把风险放在第一位，如果投资者关心的是收益，那么就应该去投资普通股。如果缺乏相应的投资知识或者没有太多的精力去做投资，那么可以把钱存入银行或者购买理财产品。当经济出现大波动时通常会导致各种债券价格大幅度波动，投资者可以在经济情况不好，在债券价格大幅度下跌时购买国债或者购买优质公司的企业债券。对于股票投资者来说，如果股票价格大幅度下跌，那么很可能导致公司的优先股、普通债券和可转换债券也同样跟着大幅度下跌，此时会为投资者提供买入优先股、普通债券和可转债的优质机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 节　债券投资的收益率

债券投资者需要在特定风险下选择收益最高的债券进行投资，因此就需要对债券投资收益率进行分析。一般情况下政府债券比企业债券安全和稳定，而企业债券的价格容易受到企业经营业绩和财务安全性大小的影响。支持政府债券的税收一般情况下比企业的营业收入稳定，因此政府保证还债的能力通常优于企业，正因如此，政府筹集资金的成本往往比企业要低。21 世纪初中国政府债券的票面利率通常都在 5% 以下，而企业债券的票面利率很多在 6% 之上。而且政府债券的价格波动通常没有企业债券那么激烈。

表 11-1　部分国债利率

国　债	票面利率	期限（年）
国债 0501	4.44%	10
国债 0303	3.4%	20
国债 0213	2.6%	15
10 国债 12	3.25%	10
12 国债 18	4.1%	20
13 国债 04	3.1%	3
13 国债 17	3.77%	3
14 国债 07	3.63%	1

表 11-2　部分企业债利率

债　券	票面利率	期限（年）	评级
02 三峡债	4.76%	20	AAA
03 中铁债	4.63%	18	AAA
08 金地债	5.5%	8	AAA
10 南玻 0	5.33%	7	AA+
11 安钢 02	6.9%	9	AA
11 亚迪 02	6.35%	5	AA+
13 中信 03	5.0%	3	AAA
13 苏宁债	5.95%	6	AAA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国债的票面利率明显地低于企业债，而业绩良好规模庞大的公司债券利率普遍低于规模较小的公司债券利率，国企债券利率通常低于私企。国企带有一定的政府背景，当企业经营困难时会得到政府的大力支持，因此国有企业发行的债券普遍认为有较高的安全性。由于政府对国有企业支持，因此国有企业发行债券筹集资金的成本通常会低于私营企业，例如中国铁路建设债券（03 中铁债）发行的利率为 4.63%，这一利率明显低于其他债券的利率，甚至接近国债发行的利率。

投资者不能分辨哪些债券安全、哪些债券风险大，那么可以查看债券的评级。如果债券的评级高，那么证明它的风险就会比较小。如果债券的评级低，那么债券的风险通常也会比较高，并且利率通常也高，信用等级不足就需要提高利率来发行债券。承诺高利息是弥补信用等级不足的方式，只有债券收益率达到了足够的吸引力才能成功地发行。AA 级的 11 安钢 02 票面利率为 6.9%，这一安钢债的票面利率就明显高于其他公司的债券票面利率，通过高利率发行债券是为了对公司债券投资风险大的补偿。

投资者可以通过分析公司的资产负债表和利润表来了解公司的经营情况，通过考察公司的财务数据可以了解到公司发行的债券是否安全。

表 11-3 安阳钢铁资产负债表 单位（亿元）

项目	2012 年	2013 年
净利润	–35	0.4
总资产	322.1	318.2
流动资产	127.3	121.4
总负债	248.8	244.3
流动负债	204.7	209.5
资产负债率（%）	77	77

安阳钢铁公司的负债率高达 77%，假如公司所有债务的利息都是 6.9%，那么公司在 2012 年需要支付 17.2 亿元的利息，2013 年需要支付 16.9 亿元的利息。而在 2012 年公司的净利润为 –35 亿元，2013 年的净利润仅仅为 0.4 亿元，公司经营是很难支付利息的。而且公司在这两年的流动负债都大大高于流动资产，2012 年公司流动负债是流动资产的 161%，2013 年公司流动负债是流动资产的 173%。因此该公司债券的安全性是不足的。要保障公司的债券安全，那么公司的流动比率至少要大于 2，速动比率至少大于 1，利息保障倍数至少也要大于 1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券价格会随着公司经营的业绩波动，当公司经营业绩好时债券价格会上升，因为企业偿还债务的能力更强。相反，如果公司经营业绩下降危及到公司的财务安全，那么债券价格就会相应地下跌。通常短期债券的价格波动比长期债券价格波动要小，因为短期债券的本息收益很快就会得到兑现。相反，长期债券本息收回的时间长，其间存在很多不可测因素，所以价格波动通常会大一些。影响债券价格波动主要有两个因素，一个是市场利率的变化，债券投资的收益率长期来看要与市场利率靠拢。另外一个是债券的安全性，公司经营的不稳定性会导致公司对债券的偿还能力时强时弱，这是导致债券价格波动的主要因素之一。对于企业债券来说，无论是长期债券还是短期债券，他们的安全性都是决定于公司的盈利水平。如果公司的盈利水平不好，那么短期债券与长期债券一样不安全。因此不应该对长期债券存在偏见。由于人们普遍认为短期债券的本息容易得到兑现，因此短期债券的利率通常比长期债券低。如果是这样子，那么聪明的投资者应该投资收益高的长期债券，如果公司经营好，那么长期债券比短期债券的收益高。如果公司经营不善，事实上长期债券和短期债券面临的风险都一样，如果有什么问题，投资者大不了卖出长期债券就是了。

长期债券受宏观经济的影响会大些，当出现经济危机时，投资者会怀疑公司未来债券的安全性，于是长期债券价格会大跌。但对于即将到期的短期债券来说只要公司当前没有还债压力，那么短期债券价格不会有多大的变动，因为收益即将兑现。优先股更是如此，可以把优先股视为期限为无穷大和利息支付承诺弱于普通债券的债券，因此优先股所受到的影响将会变得更大。债券价格会受到公司经营不稳定、利率不稳定和经济不稳定的影响，因此债券价格经常大起大落。

表 11-4　不同债券的价格

债券	2003 年	2005 年	2006 年	2008 年	2015 年
国债 0303	101 元	80 元	99 元	83 元	100 元
国债 0213	99 元	76 元	93 元	82 元	99 元
02 三峡债	104 元	84 元	113 元	87 元	100 元

2005 年相比于 2003 年来说国债 0303 的跌幅为 21%，而国债 0213 跌幅为 23%。2006 年相比于 2005 年来说国债 0303 的涨幅为 24%，而国债 0213 的涨幅为 22%，三峡债的涨幅却达到了 35%。在这几年当中，这两只国债有着很大的波动幅度，在 2005 年国债 0303 的收益率上升到了 4.25%，而 02 三峡债收益率达到了 9.2%。实际上债券价格的波动不会是四平八稳的，债券价格也会像股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格一样上下波动，但如果发行主体还债能力没有问题，那么长期来看债券价格是围绕面值做上下波动的。对于投资者来说，如果发行主体还债能力没有问题，那么在债券价格大幅低于面值的时候就是非常好的投资机会。

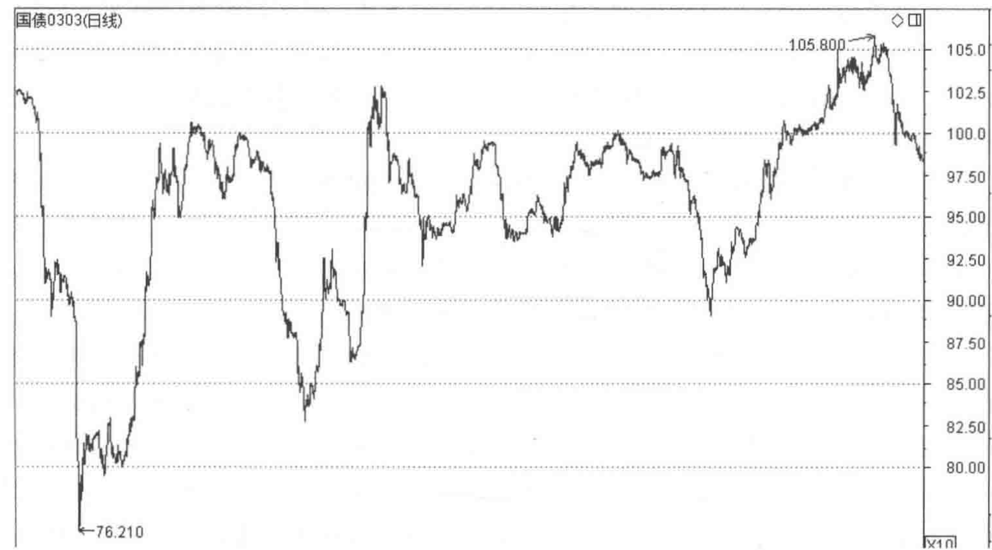


图 11-3 国债 0303 价格 2003 年到 2016 年价格走势图

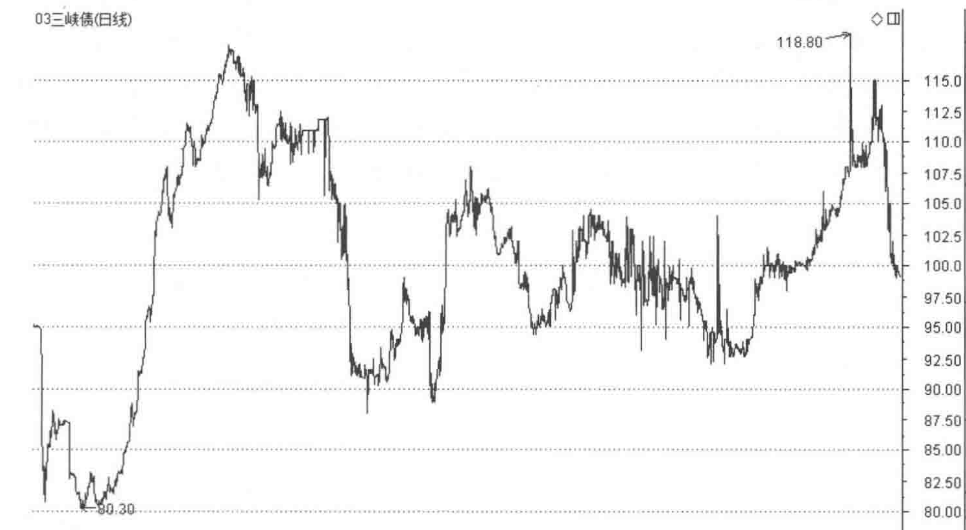


图 11-4 03 三峡债的价格走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期债券受宏观经济的影响显然比短期债券要大，短期债券的价格波动显然要小得多，即将到期的债券不会像长期债券那样价格严重偏离其票面价值。对于长期债券来说，由于未来需要面临很多不确定性，因此债券价格波动也会大一些。而对于短期债券，反正投资者很快就能拿到本息，那么自然不会有太大波动。当经济情况非常糟糕时，一张长期债券票面价值为 100 元，而此时价格可能仅为 60 元。而在相同情况下，短期债券偏离 100 元的价格不会太远，因为投资者不可能花 60 元就能马上换回 100 元。

长期债券价格的激烈波动提供了很多好的投资机会，在经济危机发生时债券价格会变得非常低，但是当经济危机度过之后价格又会很快地回升。所以只要发行主体偿还能力没有太大的变化，那么债券价格经过大幅度下跌之后通常在 1 年就能得到恢复，因此在经济危机发生时买入优质债券通常是不错的选择。

当利率上升时长期债券价格会下跌，甚至跌到收益率远远高于无风险收益率的水平，所以当利率上升债券价格大幅下跌时通常也会带来很好的投资机会。当利率高到一定的程度，利率会变得只有下降空间没有上升空间，此时债券价格上升的概率将会远远高于下降的概率，所以高利率时期投资长期债券通常也会获得很好的收益。相反，当利率很低时，社会各类资产价格变得很高，收益率也同时变得很低。当利率再无下降空间时利率只有上升，那么在利率非常低时就不应该去购买债券，而是卖出，因为接下来等着债券价格波动的方向就是下跌。例如在欧洲，经过 2008 年的金融危机之后，CPI 长期走低，为防止经济的衰退，欧洲央行把利率调为负值。为刺激经济增长，欧洲央行采取了量化宽松的货币政策，定期地购买债券，持续地向市场注入流动性，于是不断推高债券价格。到 2016 年欧洲主要发达国家的债券收益率很多 2% 不到，当利率已经为负，那么债券价格下跌的空间远大于上涨的空间，因此低利率时期是卖出债券的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　国际投资

温带投资

如果条件允许，那么投资者可以考虑全球的资产配置，投资并不仅限于本国，这样就能增加投资标的选择的空间。一般情况下，大多数投资者都会投资本国的股票，原因是相比于外国股市来说投资者对本国股市更为熟悉。正所谓陌生带来恐惧，所以就算国外存在很多优质的股票，很多投资者也会因为不了解而不去做投资。除了不熟悉之外，投资本国股市总比投资外国股市方便，因此这也会导致投资外国股市的人很少。实际上如果条件允许，如果外国存在很好的投资机会，那么投资者是可以考虑购买外国资产的。在信息高度发达的今天，资本跨国流动的速度越来越快，而且流动成本也越来越小，因此资产国际化配置在未来可能也会越来越流行。例如在 2016 年中国在考虑沪伦通问题，也就是上海股市和伦敦资本市场的互联互通，把外国股票纳入投资者的选择空间是有优势的，因为可以有更多的选择，从而不至于把全球一些优质的公司排除在选择空间之外。

世界上有的国家穷，有的国家富。每个国家是如此不同，直到 20 世纪以来，美国是世界经济实力最为强大的国家，美国人民的生活水平相比其他国家通常也会高出许多。发达国家产生了很多伟大的公司，例如微软、苹果、谷歌等等，一个国家也是因为有很多伟大的公司而伟大。而像一些非洲的国家，如塞拉利昂，这样的国家却很难找到颇具规模的工业，埃塞俄比亚、肯尼亚这样的国家还时时处在饥饿的边缘。岛国日本不久之前还是世界第二大经济体，而同为岛国菲律宾却还是一个发展中国家，这和日本形成了巨大的经济差距。

打开世界地图，发达国家大多出于温带地区，例如美国、日本、德国、英国和瑞士等等大部分发达国家都在中纬度地带。在热带地区天气炎热，热带地区的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民工作的条件要差很多，在温带大多数情况下人们可以很精神地工作八小时。而在热带地区由于天气太热需要更多的休息，所以一天可能只工作五小时，从而导致热带地区的生产能力比不上温带地区。再如沙漠地区更是如此，非洲撒哈拉沙漠不光热而且缺乏水，很难生产经济作物，第一产业严重受阻。第一产业往往是其他产业的基础，所以沙漠地区更是落后于其他地区。与之不同的是寒地和冻土地区，这些地方天气寒冷同样大大减少了人们的工作时间。而且穿得太多会大大减少劳动效率，这些地方能种的作物十分有限，在极昼极夜地区更是如此，所以这些地方相对就要落后于其他地方。例如阿拉斯加、北欧、西西伯利亚、西伯利亚平原、东西伯利亚高原、加拿大的北方、丹麦的格陵兰岛、马岛、南锥体的南部。而北欧要好一些，因为受北大西洋暖流的眷顾，导致它们的环境要好很多。通常一个资源缺乏，气候和环境恶劣的地方会导致其在经济上很难与环境好的地方竞争，因此很多时候地理决定了这个地区的经济状况。

按照孟德斯鸠的看法，寒冷空气会使体表的纤维收缩，这会增加纤维的弹性，并且缩短了纤维的长度，从而有利于血液流回心脏。相反炎热地方的人纤维末端长并且松弛，会降低他们的力量。所以生活在寒冷地区或许高纬度地区的人更有活力，而生活在炎热地区的人更懒。炎热地区的人干起活来更显得有气无力，因此热带国家比较贫穷，而且人们不想干活，所以印度有很多和尚，而北方和尚就要少得多。血液循环中，纤维短的会让心脏变得更有力。这会带来很多效果，例如生活在温带地区的人比较勇敢，比较自信，并且更加坦率；而炎热地区的人普遍比较胆怯，所以北方人普遍作战要勇敢一些，但来到南方作战勇敢程度就比不上北方[1]。如果是这样，那么北方人炒股应该就要激进一些，而南方人则应该会保守一些。寒冷可能会使人看起来更精神，但实际上寒冷也不利于生产。首先寒冷的地区不利于作物的生长，其次寒冷的环境需要人们有更多的穿着，而更多的穿着会导致行动多有不便，所以高纬度地区是很少出现发达国家的。

地理的差异会导致经济出现明显的差别，例如中国的东西部有很大经济差距的主要原因就是地理条件不同，虽然同处于温带，可是资源、交通各方面存在明显的差别。中国有世界屋脊青藏高原，在西部的两级阶梯上，地理大多不平。在不丹、锡金两国，海拔往往突然骤降，有时几百米的水平距离海拔骤降上千米。交通不便让经济很难发展，而且商品也很难流通。中国贫穷的农村往往都是在中西部的山区，这些地区普遍以种农作物为生，可是这些地方的地理决定了农民的耕田和耕地是小块小块的，不光耕种困难，有的地方甚至不适合居住。这些土地无法与我国华北、美国等大平原地区的耕作条件相比，由于耕地被划分为无数的小块，只能采取牛耕或者小型农耕机械这样的劳动力密集型耕作方式。在大平原地区由于土地广袤，适合采取大型机械耕种，甚至施肥施药可以用飞机来完成，单位生产成本比中国西部地区低得多。发达的平原地区少数几个人就可以完成广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的耕地工作，相比被分割成小块的耕地就要付出十倍甚至百倍以上的人力才能完成。在很多偏僻地区过去很多都是无人居住的森林、草地、冻土和沙漠等，可某些原因让这些地方发展成了村落。因为中国众多的人口和自给自足的经济模式让他们往陌生的地方定居，或出于为了躲避战乱的原因而迁入人迹罕至的地区生活，或者古代皇帝为了稳定边界民族而强令人们迁入不毛之地以求文化的融合和社会的安定，或早在规模经济思维尚未形成的古代就已经世代居住于这样的地方。但无论怎样，由于可耕种土地面积太小，交通不便，让农民们取材、耕作和收割都很困难，土地收益很小，更难说规模化生产。为了生存，为了产出更多的作物来养活家人，他们只好拼命地扩张增加小块小块土地的数量。结果是严重破坏环境，更为严重的是他们耕种小块小块的土地，由于交通和小块土地不连续等不便原因，通常需要一家人才能完成这样的工作。假如把相同土地面积放到平原地区耕种，也许在这样土地上原本需要一百个人的辛苦劳作才能完成的任务在平原地区只需要一个人就可以完成。如果平原地区的农民一个人就可以分享西部地区 100 个农民的劳动成果，光是农业就存在非常大的差距。过去据说在发达国家的农民，一个人可以养活两百人以上，而中国一个农民只可以养活四个人。而中国这其中包含了山地农民和平原农民，其他国家也一样。也就是说山地很多农民的生产效率比平原地区的要差出许多，无论是运输成本、生产成本都要远高于平原地区。

不同的地区整体生产效率会明显不同，山地地区的生产效率明显低于平原地区，所以山地地区通常要贫穷一些。热带和寒带的生产效率明显不如温带，因此通常热带地区国家的经济实力要弱一些。无论是高温环境还是低温环境，人们的工作效率都远远比不上一个舒适的工作环境。18 世纪之后，科学技术快速发展，人类各种机器的发明可以改变局部的生存环境，但依然不能整体扭转整个自然环境的不利局面。例如空调改变某个工作环境的温度，可以给人提供一个舒适的工作环境，让自己工作的地方气温有别于其他地方。但在非洲很多部落很少有人能够消费得起空调，而且很多地方缺乏电力，有空调也没法用。况且空调制冷是以增加其他地方的温度为代价的，而且热量的增加量比降温热量的减少量还要多，因为空调时刻都在消耗电能。而且就算可以大规模地人为改变环境气温，这样的代价也是高昂的。非洲国家很多地方不光气温高，而且缺乏淡水。淡水资源的缺乏限制了第一产业的发展，而第一产业是经济发展的基础。

只有当一个国家的第一产业发达，生产的粮食多了，这个国家可供养的人口才会多，同时释放的农业人口才会多。在生产函数中，生产资料的投入有劳动力和资本，一个国家的人口多，那么投入生产的劳动力就会多，那么这个国家的生产总值才会大，经济实力才会强。雨水充足、地势平坦、土地肥沃还有气候温和的地方粮食才会高产，而我国历来受到亚热带季风气候的眷顾，东南地区粮食产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量一直都很高。每年季风都会把湿热的气流带到内陆，湿热的气流给我国南方带来了充足的雨水，雨热同期的气候环境让南方能生产更多的水稻。而且我国南方气候常年温和，冬无严寒夏无酷暑，常年居住在广州地区的一些居民一辈子都没有见过雪。温和的气候让这些地区生产水稻能够一年两熟，甚至三熟，这样的效率明显高于我国的中西部地区。气候环境决定了一个地区是否盛产粮食，所以通常内陆国家的粮食产量不如沿海国家，很大一个因素就是这些地区缺少像沿海地区一样的湿润季风气流。但是并不是只要是沿海国家，那么其陆地就能获得大量的雨水。例如非洲和南美很多沿海地区是处于沙漠的状态，这些地区很多还是干旱少雨。例如智利地区尽管属于沿海国家，但是受到寒流的影响，气候环境依然十分干旱。当一个国家粮食产量少，那么可供养的人口就会少，能提供生产的原材料通常也会少，那么其生产的产品的成本相对就会比较高，在国际上就会明显缺乏竞争力。

不利的自然环境决定了很多地区生产的生活资料要少得多，自然生活水平也就要低得多。例如塞拉利昂，据联合国开发计划署 2003 年人类发展指数统计，塞拉利昂在世界 175 个国家中排名居倒数第一。因连年战乱，1/3 以上人口流离失所或逃往邻国。1997 年全国每百人有电视机 1 台，收音机 24 台。2001 年婴儿死亡率 18.2%，塞拉利昂人均寿命为 27~29 岁。热带国家不像温带那么四季分明，这些地区常年高温。温带地区经过了春夏秋三个季度之后就会进入冬天的低温天气，尽管低温程度比不上寒带，但是在冬天，低温会将很多病虫杀死，为来年的春耕带来一个好的开始。而热带的气候四季相差不大，为病毒害虫提供了一个很好的生长环境。因此这些地区疟疾、伤寒、霍乱和拉沙热等病非常流行。我们经常听到的疾病病毒很多都是来源于这些高热地区，这些地区甚至是艾滋病特别流行的国家。

类似撒哈拉沙漠这样的地理环境不光不利于经济发展，也不利于人们的生活，但是在全球化的社会里却要面对来至世界各地的竞争，而从自然环境上看他们就处于了不利的地位，这就叫作输在起跑线上。这样的自然环境让他们从一开始就处于了不利的地位，长期处于剪刀差的贸易中，于是出现了普雷维什所提出的中心外围理论。

基于全球化的原因，贸易之地首当其冲的就是沿海地区，这是海陆交通的分界线，而海洋是国与国直接交流的媒介。通常沿海地区经济状况要好于内陆地区，例如世界上比较发达的城市伦敦、香港、上海、东京、悉尼、纽约，还有阿姆斯特丹等等，都集中于沿海地区，沿海国家也是沿海地区比较发达。在我国可以得到明显的感受，东部地区明显地比西部地区要发达得多。相比之下内陆地区例如蒙古、苏丹、中非以及哈萨克斯坦一带就要落后得多，中非地区、中亚地区、巴西西部和澳大利亚中部等很多内陆地区的经济水平明显地低于沿海地区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大航海打开了国际贸易的新局面，而贸易的地点大部分都是集中在沿海地区，因为这最有利于海洋运输的进行。陆地运输的成本通常大于海洋运输，而且陆地运输的条件比较差。因此参与国际贸易最为重要的国家基本是沿海沿河国家，而内陆国家很少能够得到海运之利。在中国古代中原地区和江南地区较为富庶，相比之下类似广东和深圳这样的沿海地区是贫穷的小渔村，这是因为古代并没有享受到航海带来的利益。可是在航运发达的今天，广东珠三角成为了中国经济实力非常雄厚的地区，深圳成了一夜崛起之城。

发达国家通常出于温带地区，而发达国家的沿海地区通常最为繁荣，而最为繁荣的地区往往就是伟大公司的发源地，或者沿海地区因为有很多伟大公司而繁荣。在繁荣的地区通常会产生很多伟大的公司，在非洲沙漠地区却很难发现规模庞大的优秀公司。我们一直主张投资优秀的公司，因为只有优秀的公司才会给股东带来丰厚的回报，那么光从地理上来说首先我们就该投资温带国家的公司。假如说选择国际投资，那么我们一般会选择投资美国、日本、德国、中国或者日本会比较有利，而不是一些自然环境较差的地区。另外发达国家有利的投资地区是该国的沿海地区，沿海地区占据了运输便利和土地肥沃等很多地利优势。这些地区的企业生产更具有竞争力，创造的利润会更多。通过考察 2015 年世界 500 强中前面 50 名的地理分布图，会发现他们大部分都集中出现在温带地区的沿海，那些处于热带地区和内陆的基本都是石油生产公司。石油是大自然赋予的资源，这不是气候所能决定的，但从正常情况来看，大企业普遍还是温带沿海地区多。例如世界 500 强企业普遍集中于欧洲西部的法国、德国、荷兰等，在亚洲主要集中于日本、北京，在美国主要集中于西海岸和东海岸。

很多大国都处于温带地区，但并不意味着自然环境较差的非洲或者沙漠地区就一定是贫穷的地区。例如中东的一些国家事实上是相当富有的，例如迪拜、卡塔尔等等，因为这些地方具备另一种自然禀赋，那就是他们拥有大量的石油资源。当人类尚未把石油列入能源的时候，这些地方的石油并没有给当地人带来什么利益。例如当明朝的郑和乘着天元号宝船到木骨都束宣扬皇恩时，当地人的生活水平实际上是很差的，甚至缺乏基本的书写条件。当石油成为人们依赖的化石能源之后，他们可以用这种上天赐予的资源换取大量别人的劳动成果，他们几乎可以用石油换来所需要的一切，例如衣服、粮食和汽车等等，以至于这些国家的人民不用怎么工作就能拥有不错的生活条件。如果一个地区拥有人们所需要的某种资源，那么这样的资源通常就会给这个地区的人们带来丰厚的利润。那么只要条件允许是可以在这种资源富裕型的地区做相关投资的。

参考文献：

【1】孟德斯鸠《论法的精神》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响股票价格波动的因素非常多，因此学习投资方法是一个去繁就简的过程，抛弃影响股价波动的不重要因素，抓住决定股价波动的根本因素和最重要的几个因素，才能取得投资的成功。由于股价指的是每股净资产和影响每股净资产变动因素的价格，所以分析应该围绕每股净资产这个核心来进行，笔者把这些年的心得融入《投资思维》这本书，来与读者分享。

上架建议 投资分析

ISBN 978-7-5078-3974-6



定价:69.00元